

稳健医疗 (300888) 全面解码“稳健”系列五

线上布局：持续放量和盈利的中流砥柱

- ❖ **布局总览：优质渠道，中流砥柱。**国内电商高增速高渗透，日用品/个护/纺服等具备低价高频、加价高、运输便利、复购性强等特性的品类天然适合线上发展。全棉时代 2010 年正式上线，产品以棉柔巾等无纺类标品为主，坚持线上线下同款同价、以直营旗舰店布局主流天猫渠道维持品牌调性，毛利率稳定在 55% 左右高位，销售费用率维持在 25%-30% 的合理区间。2020 年全棉时代线上收入同增 38% 至 23 亿元，占比近 7 成，其中私域小程序布局成为亮点。随着公司品牌知名度持续提升，线上渠道有望受益渠道红利持续放量，成为营收和利润贡献的中流砥柱。
- ❖ **全棉时代线上布局：公域成熟，私域爆发。1) 公域平台：布局清晰多点开花，流量聚集持续放量。1) 天猫：线上销售主阵地。**天猫为全棉时代电商的主阵地，占比维持在 70% 的高位，2020 年有所回落。天猫直营旗舰店为流量销售聚集点，2019 年收入贡献 97%。主营产品无纺标品囤货属性凸显，双十一或持续为增收布局重点，直播方面各类主播布局加码推进，有望持续引流提升品牌知名度；**2) 京东：第二阵地，排名领先。**全棉时代京东电商收入占比约 20%，直营、入仓联合布局，在婴童寝具、洗护用品等相关类目中排名领先；**3) 其他平台：多点开花，渐次完善。**全棉时代在唯品会、网易考拉等平台亦有少量布局，并新拓展至拼多多渠道拓宽消费群体，未来多点布局下有望持续扩大客群覆盖面和品牌知名度。**2) 私域平台：线上线下载联动布局，有效转化私域爆发。**疫情期间公司通过防疫物资引流快速推进小程序发展，2020 年全棉时代官网及小程序整体销售 4.05 亿元，增长近 5 倍，销售占比达到 17.5%，私域会员 1276 万人。小程序与线下门店相比没有固定的人员配置和租金费用支出，与第三方渠道相比没有平台佣金、广告费、营销费，因此盈利水平更高，同时流量对品牌忠诚度、复购率更高，未来持续发力下有望成为盈利新增长点。
- ❖ **后台支持：供应链数字化持续升级赋能。**全棉时代客户管理系统(CRM)已将各个信息系统打通，生产研发端背靠稳健医疗生产技术资源优势，注重新工艺的研发创新和新品类拓展，全产业链布局构筑产品力核心壁垒；仓储方面构建黄冈物流中心自动化立体仓库，实现批量发货全自动化；物流方面亦加码布局提高效率。数字化和供应链持续升级赋能下，线上渠道有望持续放量快速发展。
- ❖ **电商势头向好持续放量，增长空间层层开启，维持“强推”评级。**全棉时代电商渠道布局成熟，公域平台多点开花布局完善，费用持续投放支持下主力天猫、京东等平台持续放量，私域小程序崛起进一步提升盈利能力可期。此外，全棉时代线下门店加速扩张，门店模型调整下实现盈利可期。医疗业务中防疫相关产品和原有敷料业务受益于渠道迅速扩张有望实现持续增长，品牌化路径或将持续提升相关业务估值水平。我们维持公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 18.67、22.35、27.24 亿元，EPS 分别为 4.38、5.24、6.39 元/股，对应当前股价 PE 分别为 28、24、19 倍。考虑到医疗业务品牌化路径和消费品电商渠道持续放量空间，维持目标价 239.10 元/股，对应 2021 年 55 倍估值，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：医疗业务渠道拓展及品牌培育不及预期；全棉时代线下门店拓展及店效提升不及预期；新品牌培育进度不及预期。**

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	12,534	10,684	13,122	15,743
同比增速(%)	174.0%	-14.8%	22.8%	20.0%
归母净利润(百万)	3,811	1,867	2,235	2,724
同比增速(%)	597.5%	-51.0%	19.7%	21.9%
每股盈利(元)	8.93	4.38	5.24	6.39
市盈率(倍)	14	28	24	19
市净率(倍)	5	4	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 5 月 20 日收盘价

强推 (维持)

目标价：239.10 元

当前价：123.52 元

华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

公司基本数据

总股本(万股)	42,649
已上市流通股(万股)	4,685
总市值(亿元)	582.38
流通市值(亿元)	63.97
资产负债率(%)	19.1
每股净资产(元)	25.7
12 个月内最高/最低价	217.58/103.7

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《稳健医疗 (300888) 深度研究报告：有纺消费品业务：一朵棉花切中诉求，品类门店横拓放量》
2021-01-24

《稳健医疗 (300888) 2020 年报点评：医疗增速中枢提振，全棉线上线下发力》
2021-04-22

《稳健医疗 (300888) 2021 年一季报点评：医疗 & 消费双轮驱动，增长势头持续强劲》
2021-04-29

投资主题

报告亮点

深入探讨全棉时代电商布局和发展空间。本篇报告从渠道角度出发，聚焦全棉时代线上布局，从布局的品类、平台特征、店铺、营销活动及费用投放、盈利水平等各个维度探讨全棉时代电商业务的布局特征和发展空间。我们认为，全棉时代电商是收入和利润贡献的主力军，是品牌口碑培育下标品业务形成复购和放量的主力渠道。目前平台布局完善，以主流天猫、京东渠道为主，并拓展完善唯品会、拼多多等渠道布局，私域小程序成为复购、会员培育和盈利提振亮点，未来有望保持快速发展态势。

投资逻辑

聚焦全棉时代电商渠道布局，深入分析各平台布局特征和增长空间。本篇报告聚焦全棉时代电商渠道，从电商渠道特征、适合电商发展的品类以及母婴电商平台的布局等方面出发，宏观分析全棉时代线上布局的必要性、品类特征以及平台特征，进而具体从全棉时代各电商平台的布局情况、品类、费用投放等角度分析各平台发展空间和趋势。我们认为，全棉时代无纺标品业务天然适合电商发展，主流平台持续放量可期，私域平台更利于培育品牌忠诚度和提高复购率，盈利水平可能更优，未来有望成为收入利润贡献的主力之一。随着品牌知名度的提升，流量、会员数、复购率有望持续上行，长期看好全棉时代电商渠道的放量和盈利贡献。

关键假设、估值与盈利预测

我们选择自由现金流折现模型对公司进行估值定价，主要关键假设：1) 医用敷料业务在疫情影响下充分受益于渠道扩张，预计短期海外疫情影响下仍有放量空间，国内价格销量趋于稳定，增速中枢提升；2) 健康生活消费业务电商渠道有望在小件包邮、疫情催化、私域流量管理强化下快速放量，私域小程序有望提升电商盈利水平；3) 健康生活消费业务线下门店有望以每年 100 家的净新增量持续扩张，品牌力、位置/面积/产品优化、新店成熟、管理能力提升等多方面因素催化下店效和单店净利率水平有望持续提升，整体有望实现 30% 以上的快速增长；4) 考虑到公司短期内医疗业务占比的提升和销售规模的扩大，预计未来整体毛利率可能回落，费用率可能有所回升。基于此，我们预计 2021-2023 年主营收增速分别为-14.8%、22.8%、20.0%，归母净利润分别为 18.67、22.35、27.24 亿元，同比增长-51.0%、19.7%、21.9%，对应当前股价 PE 分别为 28、24、19 倍。

目 录

一、布局总览：优质渠道，中流砥柱	8
(一) 电商概览：高渗透高增速，平台裂变布局升级	8
(二) 全棉时代线上渠道：标品优质渠道，收入利润贡献主力军	10
二、全棉时代线上布局：公域成熟，私域爆发	14
(一) 公域平台：布局清晰多点开花，流量聚集持续放量	14
1、天猫：线上销售主阵地	14
2、京东：第二阵地，排名领先	18
3、其他平台：多点开花，渐次完善	21
(二) 私域平台：线上线下联动布局，有效转化私域爆发	22
三、后台支持：供应链数字化持续升级赋能	26
四、稳健医疗：电商势头向好持续放量，增长空间层层开启，维持“强推”评级	28
五、风险提示	29

图表目录

图表 1	主要国家电商渗透率 (%)	8
图表 2	主要国家电商增速 (%)	8
图表 3	各品类线上规模、渗透率和增速	9
图表 4	母婴电商行业渠道分布情况	10
图表 5	全棉时代电商发展历程	11
图表 6	全棉时代电商渠道收入、增速及占比 (亿元, %)	11
图表 7	电商渠道产品收入结构 (%)	12
图表 8	电商渠道毛利率测算 (%)	12
图表 9	2020 年电商按平台收入占比 (%)	13
图表 10	电商按渠道收入占比 (%)	13
图表 11	电商渠道主要支出项目及费用率水平	13
图表 12	童装童鞋品牌线上渠道分布情况	14
图表 13	天猫销售收入、增速及电商占比 (亿元, %)	15
图表 14	消费品天猫渠道收入按渠道分拆	15
图表 15	全棉时代天猫官方旗舰店运营情况	16
图表 16	母婴品牌天猫官方旗舰店单品数对比 (个)	16
图表 17	母婴品牌天猫官方旗舰店粉丝数对比 (万人)	16
图表 18	全棉时代历年双十一战绩情况 (亿元, %)	17

图表 19	母婴直播带货影响力 TOP20 品牌.....	18
图表 20	全棉时代主要直播情况.....	18
图表 21	京东销售收入、增速及电商占比 (亿元, %)	19
图表 22	全棉时代京东平台布局.....	19
图表 23	全棉时代京东布局历程.....	20
图表 24	2020 年京东 618 购物节母婴品牌销售额排名	21
图表 25	2021 年 1 月京东热销榜单排名.....	21
图表 26	全棉时代唯品会、网易考拉等销售数据.....	21
图表 27	官网及小程序收入、增速及占比 (亿元, %)	23
图表 28	全棉时代官网页面.....	23
图表 29	全棉时代小程序首页界面.....	24
图表 30	小程序直播情况概览.....	24
图表 31	全棉时代小程序礼盒专区与 IP 定制专区展示.....	25
图表 32	全棉时代小程序会员体系.....	26
图表 33	全棉时代与天猫/京东战略合作、数字化布局活动.....	27
图表 34	电商运费情况 (万元, %)	28
图表 35	全棉时代黄冈物流中心自动化立体仓库.....	28

在覆盖报告《稳健医疗 (300888) 深度研究报告：三重境界层层开启，医疗&消费双线驱动》中，我们分析公司复合赛道经营模式的核心优势，进而分业务详细拆解公司增长空间和盈利水平。公司纵向聚焦技术产品升级，横向以“全棉”和“健康”为轴心广拓业务，生产技术领先、多元业务协同、多元渠道管理拓展是公司的核心优势。具体分业务来看，医用敷料板块，公司敏锐把握行业变化趋势，进行产品升级并优化客户结构，发力自有品牌布局国内市场，短期疫情充分受益，中长期品牌力强化下业绩有望保持快速发展态势；全棉时代板块，公司产品 SKU 丰富，棉柔巾、卫生巾等产品相继成熟，母婴业务前景向好，品牌和管理能力强化下，线下门店数量和店效有望稳步提升，线上渠道有望持续放量；津梁生活板块，公司差异化定位空间较大，拓店持续推进，未来有望成为公司营收第三增长曲线。

在《稳健医疗 (300888)：全面解码“稳健”系列一：医用敷料行业：深度溯源探前路，疫情催化焕生机》中，我们深入分析当下各市场医用敷料行业前景，对比国内头部企业发展模式，进而分析稳健医疗在医疗业务方面的发展空间和路径。我们认为国内市场前景向好，头部代工企业规模生产优势明显，未来或将以自有品牌发力高端敷料和内销市场打破进口垄断。奥美医疗、稳健医疗、振德医疗发展路径和特点各有所长，未来有望受益于疫情对行业的催化和内销市场的增强，进一步提升市场份额。

在《稳健医疗 (300888)：全面解码“稳健”系列二：从生产研发端看医疗业务：生产技术赋能协同，盈利&增量优势渐显》中，我们从生产研发端分析公司的优势，探讨主要原材料棉花、技术对终端盈利水平的影响，分析规模化生产下多元业务持续放量的设备、产能基础。我们认为公司生产制造端优势明显，原材料对中游头部制造商毛利率影响有限，长期深耕下持续进行技术升级迭代仍可形成盈利优势并打开增量空间。公司持续引进先进设备扩充产能，供应护航双品牌多元业务全面放量。

在《稳健医疗（300888）：全面解码“稳健”系列三：无纺消费品业务：匠心“全棉”差异化定位，电商放量产品力凸显》中，我们转向公司消费品牌全棉时代的无纺消费品业务，从产品属性出发，分别对公司棉柔巾、吸收性卫生产品、湿巾等核心品类进行深入分析。我们认为，棉柔巾、成人纸尿裤、湿巾等处于蓝海市场，卫生巾、婴儿纸尿裤体量大持续升级，全棉时代具有差异化和高端定位优势，“全棉”将舒适性、环保性最大化，线上起家尽享电商红利，未来各品类有望通过电商渠道和特色直营门店保持快速放量，获取一定市场份额。

在《稳健医疗（300888）：全面解码“稳健”系列四：有纺消费品业务：一朵棉花切中诉求，品类门店横拓放量》中，我们深入研究公司消费品牌全棉时代的有纺消费品业务，着重讨论公司重要客群之一的母婴群体相关业务发展优势及空间，认为全棉时代相关的母婴产品对应的行业空间较大，消费者更加注重的天然舒适安全产品属性或将通过高品牌口碑和高客单价变现。全棉时代产品力强势切中消费者诉求，有望维持良好发展态势。同时，我们对于家居服内衣以及外出服等相关业务也进行深入分析和探讨，认为家居服行业空间较大格局亟待整合，全棉时代已具备品牌认知度，量价均有想象空间；外出服在设计提升赋能下有望带来增量空间。

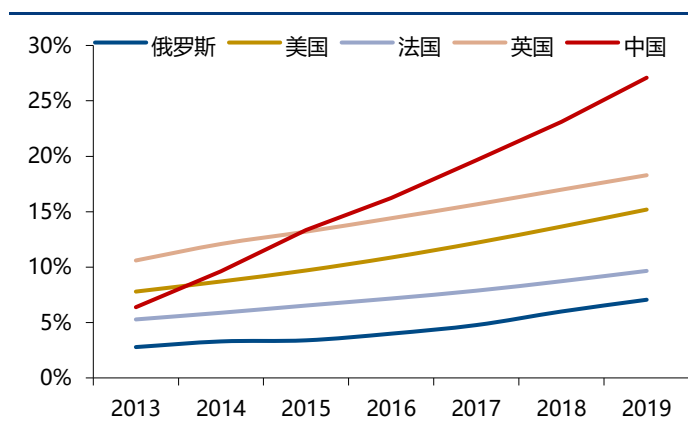
本篇报告我们从渠道角度看全棉时代布局，聚焦公司消费品牌全棉时代的线上电商业务。从布局的品类、平台特征、店铺、营销活动及费用投放、盈利水平等各个维度探讨全棉时代电商业务的布局特征和发展空间。我们认为，全棉时代电商是收入和利润贡献的主力军，是品牌口碑培育下标品业务形成复购和放量的主力渠道。目前平台布局完善，以主流天猫、京东渠道为主，并拓展完善唯品会、拼多多等渠道布局，私域小程序成为复购、会员培育和盈利提振亮点，未来有望保持快速发展态势。

一、布局总览：优质渠道，中流砥柱

(一) 电商概览：高渗透高增速，平台裂变布局升级

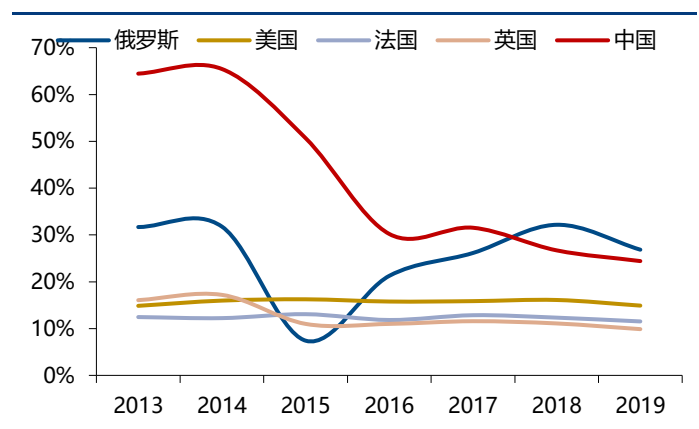
中国电商渗透率高增速快，为当下消费品布局的主战场。 电商渠道减少线下层层分销的中间商环节，在低价的同时可保证一定利润空间，性价比优势凸显。同时，在互联网和手机的普及下，消费者可随时随地挑选商品，缩短周期提高效率，便利性优势突出。直播电商强化传统电商优势，同时具备信息传递和社交属性的优势，与网红名人合作充分引流变现，重构人货场关系实现快速发展，一定程度上打破了线上长期以来难以取代的线下体验感与渠道信任感壁垒。国内电商发展渗透率和增速领先，是大部分消费品布局的重点渠道。

图表 1 主要国家电商渗透率 (%)



资料来源: Euromonitor、华创证券

图表 2 主要国家电商增速 (%)

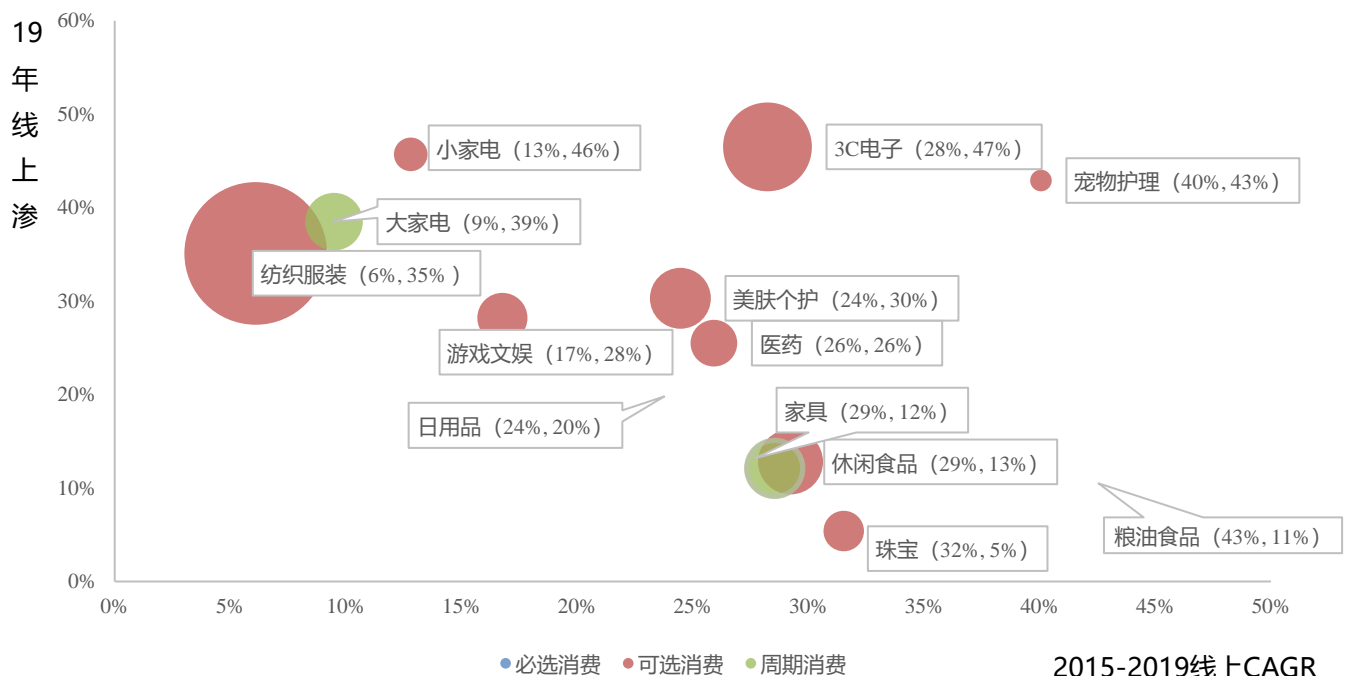


资料来源: Euromonitor、华创证券

日用品/个护/纺服具备低价高频、加价高、运输便利、复购性强等特性，适合线上发展，全棉时代有望受益渠道红利持续放量。 从线上规模较大的细分赛道来看，纺织服装、粮油食品、3C 电子、休闲食品、日用品等低价高频刚需的品类位居前列；从线上渗透率角度来看，3C 电子、小家电、宠物护理、大家电、纺织服装等偏标品和前期线上发展成熟的品类已达到 35% 以上；从线上发展增速来看，粮油食品、宠物护理、珠宝、休闲食品、

家具装修等前期属性不太适合电商的品类，在新平台、新品类以及直播的影响下得以加速渗透。整体来看，适合线上的品类具备加价率高、标品、易运输、体验性要求低等特征，能突破传统痛点的品类有望快速提升线上渗透率。全棉时代产品涉及棉柔巾/卫生巾/湿巾等无纺类标品、母婴/居家等服饰以及床上用品，涉及纸品家清、个人护理、纺织服装等多个适宜电商发展的领域，核心受众群体为购买力较强、热衷线上逛店的母婴群体和年轻女性，因此全棉时代有望借助电商渠道红利持续拓展消费群体并加强品牌粘性。

图表 3 各品类线上规模、渗透率和增速



资料来源: Euromonitor、国家统计局、中国产业信息网《2020 年中国休闲零食市场发展现状及趋势分析》、华创证券。注: 圆圈大小表示该品类线上成交规模, 左轴为 2019 年线上渗透率, 右轴为 2015-2019 年复合增速。

平台分布: 主流电商平台地位凸显流量庞大, 母婴/女性垂直电商重要性凸显, 私域平台高忠诚高复购渐为布局重点。全棉时代品牌受众主要集中在母婴群体, 从母婴群体偏好的平台来看, 线上渠道主要包括天猫、京东等综合性主流电商平台, 蜜芽、贝贝网等垂直电商长尾小平台以及官网/小程序等私域平台。主流平台目前各有定位, 天猫为线上超大型 shopping mall, 在大数据、云计算下实现人货场的精准匹配; 京东自营和抽佣并行,

物流能力出色；拼多多为线上奥特莱斯。蜜芽等垂直型电商可满足母婴长尾市场中众多个性化需求，小程序等私域平台是培养品牌忠诚度和美誉度的绝佳站点。各细分渠道中，综合电商仍是主力，具有流量优势且更易培养消费者购物习惯。同时，母婴/女性垂直电商重要性凸显，增长可观，垂直电商以及社交类平台在母婴领域更为专业，往往通过社区互动增强客户粘性。全棉时代电商占比过半，前期以主流平台天猫和京东为主力阵地，靠产品和母婴出圈，疫情期间官网小程序等私域平台快速发展，公司亦积极布局拼多多、网易考拉等平台，未来有望凭借不同平台的拓宽和各平台不同特质持续扩大品牌受众。

图表 4 母婴电商行业渠道分布情况



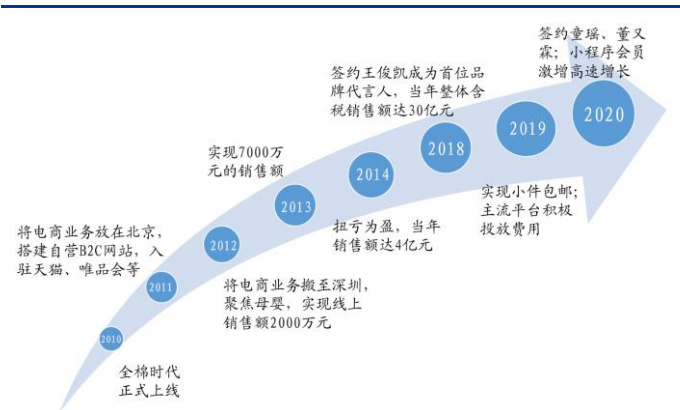
资料来源：前瞻产业研究院《中国母婴电商行业市场前景预测与投资战略规划分析报告》、华创证券

(二) 全棉时代线上渠道：标品优质渠道，收入利润贡献主力军

发展历程：锁定母婴成功突破实现盈利，私域小程序爆发注入新动力，电商占比过半持续高放量可期。全棉时代于 2010 年正式上线，2011 年发力电商并将电商业务放于北

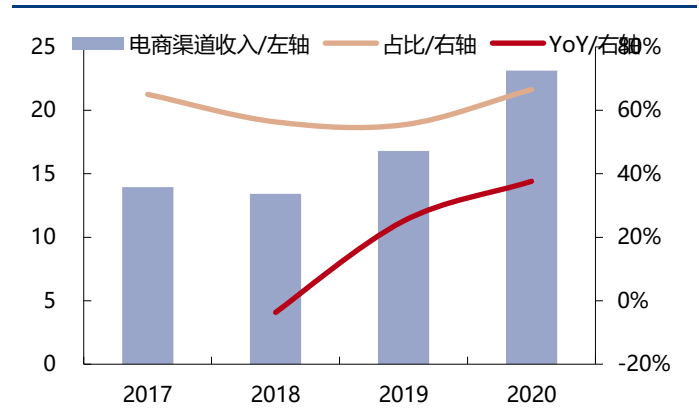
京，邀请专业人士搭建了自营 B2C 网站并入驻天猫、唯品会等电商平台。与早期电商低价清库存的普遍定位不同，全棉时代产品定位定价坚持自身中高端调性，保持线上线下同款同价，叠加线上包邮、布局时间较短等因素，早期电商业务为亏损状态。2012 年公司电商公司搬迁回深圳大本营，改变战略打法聚焦母婴市场，把核心竞争力放在纯棉柔巾、棉尿裤、婴童和孕产服饰等产品方面，当年实现线上销售额 2000 万元，2013 年实现 7000 万元，2014 年开始实现近 4 亿元扭亏为盈，后续保持高速发展，2019 年在实现小件包邮和费用投放后，电商渠道收入同增 25% 至 16.8 亿元，在全棉时代全渠道中占比高达 55%，2020 年疫情催化下线上渠道同增 38% 至 23 亿元，占比近 7 成，其中私域小程序布局成为亮点，2021 年持续发力下小程序及电商平台保持快速发展可期。

图表 5 全棉时代电商发展历程



资料来源：来消费 APP、天下网商、全棉时代公众微信号，华创证券整理

图表 6 全棉时代电商渠道收入、增速及占比 (亿元, %)

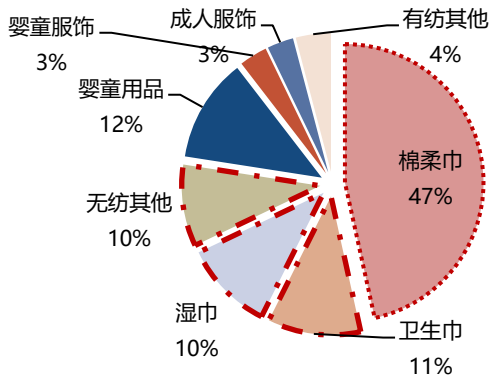


资料来源：招股说明书、华创证券

产品策略：产品以低价高频高复购的无纺类标品为主，核心产品棉柔巾占比近半，线上线下同款同价维持调性保证复购，毛利率稳定在 55% 左右高位。公司以棉柔巾切入消费市场，以母婴为突破口获得盈利，后续逐渐拓宽品类至卫生巾、纸尿裤、湿巾等产品，该产品偏低价日用标品，具有受众广、易消耗、使用高频、高囤货、高复购等属性，线下体验过后对产品体验感需求减弱并建立品牌口碑和忠诚度，天然适合线上渠道发展，因此电商渠道以无纺类耗品为主，2019 年无纺类产品占比高达 78%，其中棉柔巾作为公

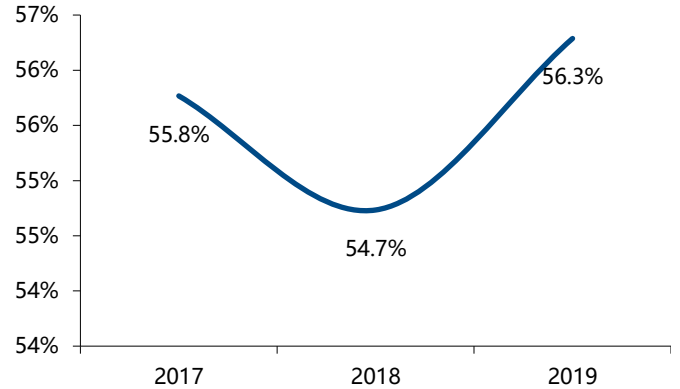
司代表性核心单品,收入占比近 50%。在无纺类产品主导下,全棉时代线上毛利率约 55%左右略低于线下,但差异主要源自产品结构不同,在线上及同业中仍表现出色。

图表 7 电商渠道产品收入结构 (%)



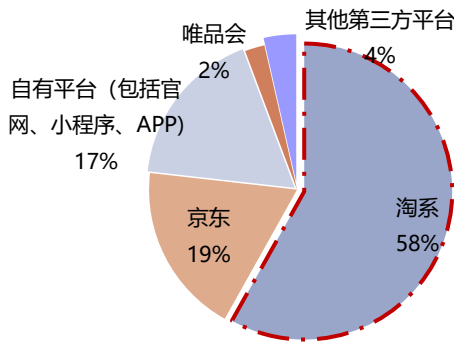
资料来源:招股说明书、华创证券测算。注:根据招股书测算得出。

图表 8 电商渠道毛利率测算 (%)

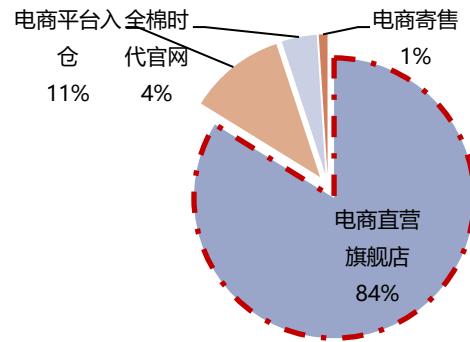


资料来源:招股说明书、华创证券测算。注:假设线上线下同款同价,毛利率以各品类毛利率及占比加权计算得出。

平台布局:以品牌直营旗舰店为主,与天猫等大型电商平台长期合作获客引流,积极布局下私域小程序持续高增可期。从平台布局方面来看,公司线上以主流电商平台为主,2017-2019 年在生活消费品电商收入中天猫平台占比稳定在 70%左右,2020 年私域小程序爆发后淘系平台占比有所回落,第二大平台京东占比约 20%,在与各平台的合作中,公司主要以直营旗舰店的模式入驻,旗舰店占比近 84%。除第三方平台外,公司以直营模式独立运营的全棉时代官网、APP 及小程序等线上渠道,为消费者提供浏览产品信息以及线上购物的快捷通道,同时展示品牌形象。2020 年,公司官网/小程序渠道实现销售 4.05 亿元,在电商收入中占比提升约 13pcts 至 17%,未来有望在品牌增强和公司加码布局下保持快速增长态势。

图表 9 2020 年电商按平台收入占比 (%)


资料来源：公司年报、华创证券

图表 10 电商按渠道收入占比 (%)


资料来源：招股说明书、华创证券。根据招股书测算得出。

费用投放：销售费用率维持在 25%-30% 的合理区间，费用投放效果凸显，增速&盈利均发展向好。公司在电商平台坚持不轻易打折、买流量、线上线下同款同价的思路，打折促销则作为回馈客户而非吸引客户的手段，每年购物节如双十一、双十二等都在不上调价格的基础上五折售卖。线上渠道的主要费用开支花费在平台佣金、推广费、运费等方面，如第三方平台可提供包括店铺管理、数据分析等在内的配套运营支持服务，公司借助天猫直通车、钻石展位、双 11 等线上促销活动扩大了品牌影响力。2017-2019 年，公司线上销售费用率由 25.84% 提升至 28.8%，扣除总部相关管理费用、税费等其他费用，预计线上渠道仍可实现双位数净利率水平，增速与盈利均发展向好，有望持续成为全棉时代标品复购放量和利润贡献的核心驱动力。

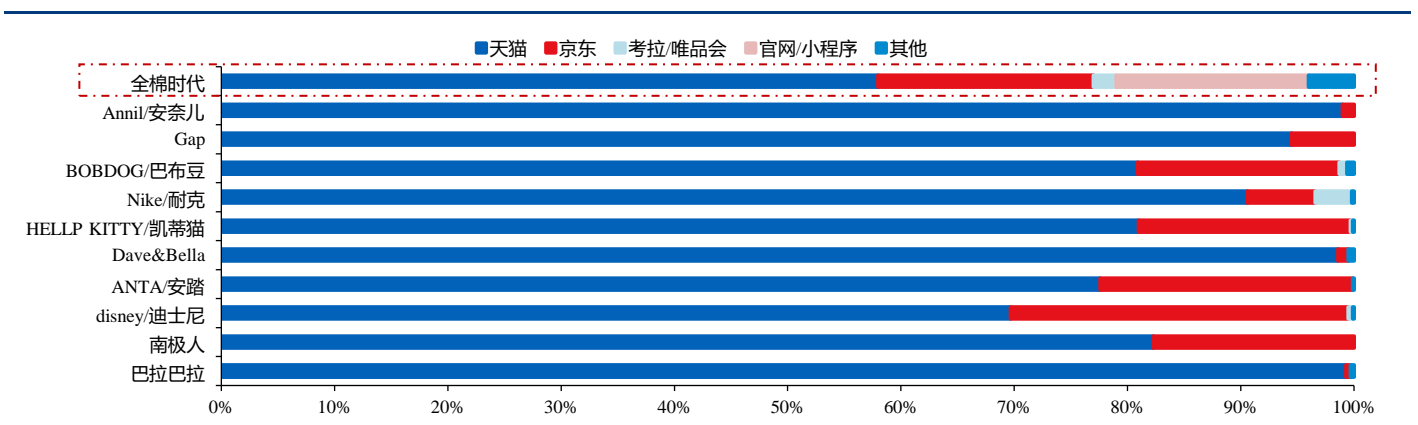
图表 11 电商渠道主要支出项目及费用率水平

主要电商支出项目/亿元	2017	2018	变动	2019	变动
电商平台推广费	1.15	1.45	26.2%	1.69	16.5%
电商运费	0.92	0.88	-3.8%	1.35	53.4%
天猫平台佣金	0.47	0.45	-4.5%	0.74	65.4%
京东平台佣金	0.07	0.08	11.9%	0.11	47.5%
唯品会平台佣金	0.04	0.04	16.3%	0.03	-23.5%
电商销售费用率 (%)	25.84%	27.65%	1.81pts	28.80%	1.15pts

资料来源：招股说明书、华创证券

全棉时代线上线下并举，线上公域私域并行，多线并行重点突出。全棉时代线上产品以无纺标品和母婴产品为主，从童装童鞋等主要相似品牌线上布局情况来看，全棉时代是少有的线上线下双线并行，线上公域私域并行的品牌。相比一般品牌服饰或者纯线上的淘品牌而言，全棉时代线上线下并举，既可以门店形象强化品牌认知培养调性，又可通过线上布局高效复购放量，线上渗透率高于一般线下零售品牌。同时，就不同品牌线上布局而言，全棉时代此前与同业一样，亦以淘系平台为主，但 2020 年之后，全棉时代私域小程序爆发，并新拓展拼多多等渠道，形成广平台布局的同时又重点突出，未来有望通过私域小程序增强复购和粉丝粘性，品牌力强化的同时反哺公域平台标品全面放量。

图表 12 童装童鞋品牌线上渠道分布情况



资料来源：母婴行业观察《2018年童装线上零售大解析，用数据读懂童装格局！》、招股说明书、公司年报、华创证券

二、全棉时代线上布局：公域成熟，私域爆发

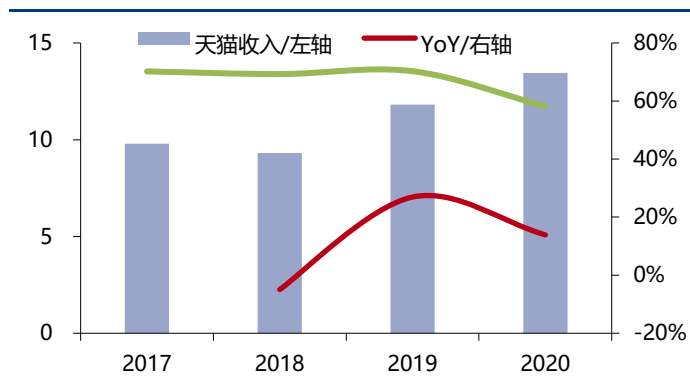
(一) 公域平台：布局清晰多点开花，流量聚集持续放量

1、天猫：线上销售主阵地

天猫总览：天猫为电商销售主阵地，直营旗舰店贡献主力收入，费用投放&品牌强化下保持快速发展可期。天猫为全棉时代电商的主阵地，此前在线上渠道占比维持在 70%的

高位, 2020 年占比回落至 58%, 2019 年实现小件包邮和相关费用投放后同增 27% 至 11.81 亿元, 预计随着品牌力的持续提升和品类的持续扩展, 相关营销活动和费用投放下, 天猫渠道有望保持良好发展态势。进一步从渠道结构来看, 全棉时代在天猫的销售基本以直营旗舰店为主, 产品与线下保证同款同质, 但实际成交以复购率更高的标品为主, 因此毛利率略低于线下, 但仍高于线上同类竞争品牌, 净利端表现更优, 为营收和利润贡献的主力之一。

图表 13 天猫销售收入、增速及电商占比 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书、华创证券

图表 14 消费品天猫渠道收入按渠道分拆

模式	2017	2018	同比	2019	同比
直营	9.65 亿元	9.12 亿元	-6%	11.50 亿元	26%
占比	99%	98%	-0.01pct	97%	-0.01pct
入仓	-	-	-	0.22 亿元	-
寄售	0.14 亿元	0.19 亿元	36%	0.10 亿元	-49%
合计	9.79 亿元	9.31 亿元	-5%	11.81 亿元	27%

资料来源: 招股说明书、华创证券

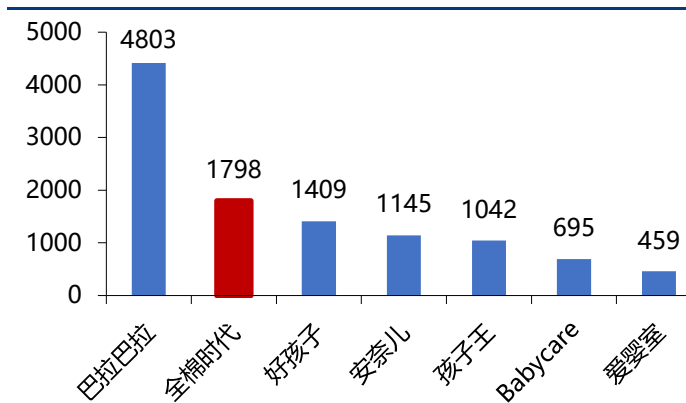
天猫官方旗舰店: 高调性, 低单价, 宽品类, 流量销售聚集点。目前, 全棉时代在天猫设有全棉时代官方旗舰店、服装/童装旗舰店、奈丝公主旗舰店、官方 outlet 店、甄选品专卖店, 以及天猫超市等入仓模式店, SKU 分别为 1798/466/661/105/202/119/202, 粉丝数分别为 1276 万/13.5 万/6.15 万/38.4 万/167/17.5 万 2019 年天猫直营渠道收入占比高达 97%, 天猫全品类官方旗舰店为全棉时代天猫流量、销售的绝对主力。从全棉时代官方旗舰店经营数据来看, 全棉时代天猫官方旗舰店全品类运营, 单品数维持在 1000+, 对标同类店铺处于前列, 店铺的粉丝数亦维持在千万级别, 和巴拉巴拉、babycare 差距不大。品牌单月店铺收入在 1 亿元左右, 双十一和 618 两个大型购物节可达到 4 亿以上。全棉时代线上销售以无纺标品为主, 单件均价在 70-100 之间, 线上线下同款同价及品牌调性保障下, 价格带仍高于可比竞品。主流平台+旗舰店的模式有利于聚焦资源和流量,

形成流量的有效吸收和转化，并维持品牌调性，未来官方旗舰店预计仍然承担形象展示+粉丝吸引转化+变现放量的核心作用，销售额有望持续增长。

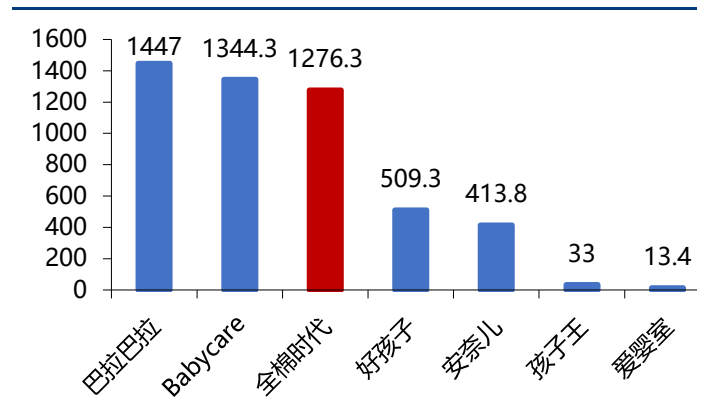
图表 15 全棉时代天猫官方旗舰店运营情况

日期	单品数	收藏次数 (万次)	销售额 (万元)	销量 (万件)	均价 (元/件)
2020/03	1156	-	10751.32	122.14	88.02
2020/04	1245	35.69	8479.65	96.21	88.14
2020/05	1204	-288.86	11185.19	142.57	78.45
2020/06	1356	57.41	41687.16	510.72	81.62
2020/07	1254	10.70	7726.14	100.11	77.18
2020/08	1270	12.46	11039.62	142.41	77.52
2020/09	1445	19.86	9192.60	117.55	78.20
2020/10	1523	93.22	9906.13	85.50	115.86
2020/11	1666	55.84	55367.20	496.04	111.62
2020/12	1469	8.48	14796.42	178.63	82.83
2021/01	1484	34.44	10226.16	134.05	76.29
2021/02	1289	-65.32	5965.15	72.53	82.24
2021/03	1320	19.39	13090.47	164.18	79.73
2021/04	1499	1.37	9711.08	128.30	75.69

资料来源：阿里数据平台、华创证券

图表 16 母婴品牌天猫官方旗舰店单品数对比 (个)


资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、华创证券。注：数据选取为时点数据，可能有季度等因素的影响。

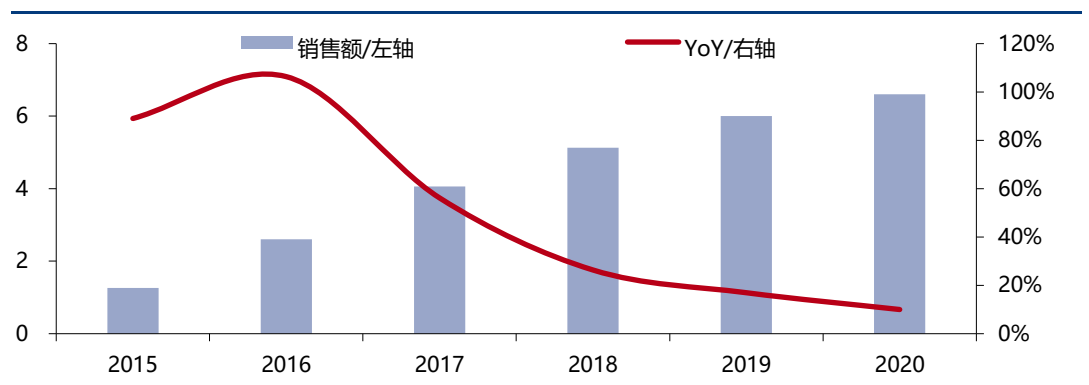
图表 17 母婴品牌天猫官方旗舰店粉丝数对比 (万人)


资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、华创证券。注：数据选取为时点数据，可能有季度等因素的影响。

双十一布局：产品标品易耗、囤货属性凸显，适合双十一等促销销售，双十一或持续为增收布局重点。双十一作为电商最大的销售时点，流量、成交率、客单价等均有明显提升。公司线上主要售卖的棉柔巾等无纺标品，具备价低、质轻、易耗高频等特质，囤

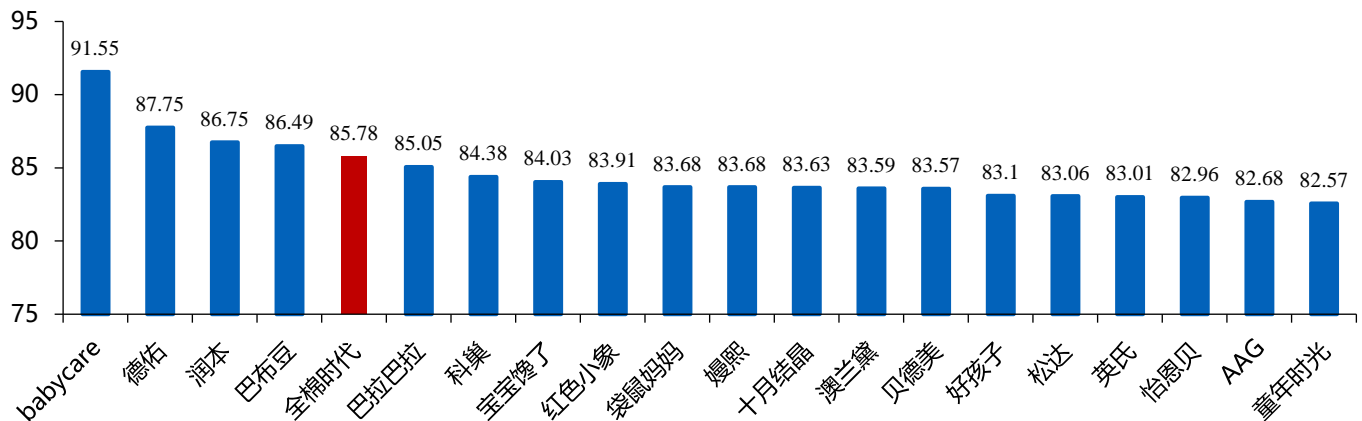
货属性凸显，因此全棉时代在线上亦重点布局双十一。从公司历年数据来看，公司双十一战绩从 2015 年的 1.26 亿提升至 2020 年的 6.6 亿元，销量占比预计 2-3 成，复合增速近 40%，在出圈的母婴赛道亦位列前位。2019 年，全棉时代旗舰店以单日 4.73 亿元成交额的成绩，位列母婴类目成交额第六名，2020 年“双 11”，全棉时代单日成交额 6.6 亿元，位列母婴类成交额第二名，仅次于 babycare 之后。

图表 18 全棉时代历年双十一战绩情况 (亿元, %)



资料来源：美通社、全球婴童网、亿邦动力网、赢商网、华创证券

直播布局：专业主播、明星网红、政府机构、企业高管、母婴专家、店员纷纷下场加码，充分引流扩大品牌影响力。 主播讲解+低价爆款+流量加持下直播新业态快速发展，2020 年疫情催化按下直播快捷键，专业主播、明星、政府机构人员、企业家、网红、门店店员等业内外人士纷纷加入，使得直播的专业性、流量、口碑背书、折扣等得以加持。在直播推广方面，全棉时代在各方面均有跟进布局，组建自有直播团队，进驻抖音、淘宝、天猫等各大流量平台，邀请宋轶、董又霖、霍思燕等明星助力直播。同时，5 月邀请台湾亲子达人在天猫现场直播“教你坐月子”，以专享价格购买到专家推荐的全棉时代产品；5 月 4 日的直播间中更是邀请了深圳市龙华区委常委、区政府常务副区长张纳沙，深圳市龙华区委常委、区委(政府)办公室主任韩荡，深圳市龙华区工业和信息化局局长谭岱出席，常委带货直播期间在线观看最高峰值 100 万人。截至当天 16:05，直播间销量突破 500 万。

图表 19 母婴直播带货影响力 TOP20 品牌


资料来源：果集《2020年直播电商年度数据报告》、华创证券。注：数据统计时间：2020年1月1日-2020年12月31日；统计平台：淘宝直播、抖音、快手，仅统计活跃主播直播带货商品上架次数及直播销量数据；上榜次数：统计单个品牌进入单月直播限售额TOP100榜单的次数；品牌直播带货影响力指数：根据上榜次数、直播场次、直播销量、直播销售额四个指标加权计算得出，权重分别为0.3、0.2、0.2、0.3。

图表 20 全棉时代主要直播情况

时间	主播&平台	基本情况
2020.01.04	宋轶淘宝直播互动	推荐洁面纯棉柔巾、奈丝公主卫生巾
2020.05.04	龙华区委常委全棉时代官方商城小程序直播带货	深圳市龙华区委常委、区政府常务副区长张纳沙，深圳市龙华区委常委、区委（政府）办公室主任韩荡，深圳市龙华区工业和信息化局局长谭岱出席。常委带货直播期间在线观看最高峰值100万人，销量破500万。
2020.08.13	谢娜淘宝直播带货	全棉时代纯棉柔巾特别入选谢娜心水好物TOP1，在直播间惊喜上线
2020.08.18	董又霖全棉时代小程序直播间互动	空降全棉时代直播间，与棉粉线上聊天，分享主题曲《棉》的MV拍摄趣事，并结合全棉衬衫、全棉T恤等单品，和棉粉分享如何进行潮流棉系穿搭。
2020.08.18	抖音电商全棉时代专场	根据第三方平台“新抖”的数据显示，在5小时的抖音直播当中，当天全棉时代抖音直播间共上架了84款商品，最高在线人数达到了1381人，累计观看人数超13.26万，最终成交额为18.71万元。
2020.10.10-2020.10.12	三平台同步直播，云看展领福利	第20届CBME中国孕婴童展展会期间，全棉时代官方商城小程序直播间、全棉时代自营商城小程序直播间、抖音全棉时代直播间同步直播展会盛况。设计师惊喜到场，送上直播间专属福利。
2020.11.11	童瑶全棉时代官方商城小程序直播	推荐双十一必囤全棉好物：纯棉柔巾、酒精棉片、纱布浴巾、湿巾等

资料来源：全棉时代官网、华创证券

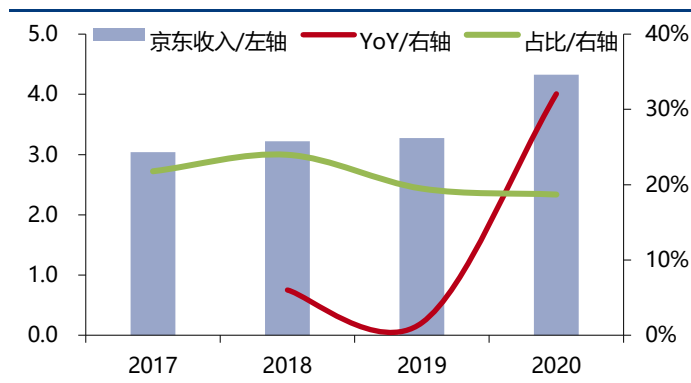
2、京东：第二阵地，排名领先

全棉时代与京东长期合作，京东电商收入占比约20%，直营、入仓联合布局稳步放量。

全棉时代于2012年11月正式入驻京东，2016年6月进入京东超市，合作模式包括开设

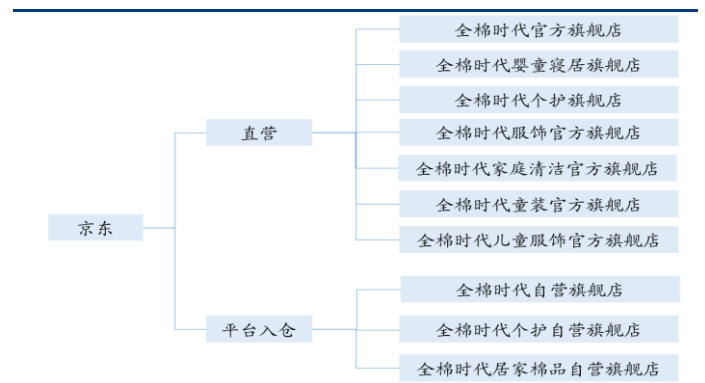
直营旗舰店、京东自营入仓与寄售，目前在京东设有 10 家旗舰店。京东超市与全棉时代通过超级无线功能、粉丝价以及一系列营销创新方法，在精准试用和站外引流的双重作用下，迅速积累品牌粉丝，截至 2021 年 1 月，全棉时代官方旗舰店在京东已有超 560 万粉丝，全棉时代自营旗舰店已有 460 万粉丝，全棉时代居家棉品自营旗舰店已有 314 万粉丝。自 2012 年入驻京东后，全棉时代实现连续 5 年销售增长，2017 年的整体销售额同比增长达到 3 倍。2019 全年全棉时代在京东的销售收入达到 3.27 亿，其中直营旗舰店与京东自营入仓分别贡献 1.72/1.55 亿元，为主要收入贡献渠道，2020 年收入同增 32% 至 4.32 亿元。

图表 21 京东销售收入、增速及电商占比 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书、华创证券

图表 22 全棉时代京东平台布局



资料来源: 京东官网、华创证券

发力京东大型主流活动营销布局, 充分吸引、转化流量贡献营收。公司利用京东京准通、京东双十一、京东超级品牌日、采棉节、京东 618 购物节、京东宝贝趴等活动机会和流量, 大力推广公司产品并提高知名度。2017 年全棉时代开启首个京东超级品牌日, 以破亿销售额创京东超级品牌日母婴品类单日销售额记录; 2018 年与京东签署全新战略合作协议, 获取包括京东大数据、精准营销、供应链、仓储物流配送等全方面支持, 有助于公司开发产品、了解用户消费习惯、提升客户体验; 2019 年全棉时代与京东进一步合作,

开展超柔棉柔巾和王俊凯礼盒两款新品的包销策略。2020年4月，全棉时代携手敦煌博物馆提出“神鹿祈祥瑞，全棉守安康”的主题，以经典文化中的正能量为品牌传播添彩，开启国潮跨界新思路，同时将话题流量转化为销量，未来公司有望继续打造品牌正面形象，助力销量增长。

图表 23 全棉时代京东布局历程



资料来源：全棉时代官网、中国网、消费日报网、华创证券

成功站稳母婴核心消费群体心智，品牌在相关类目排名中名列前茅。从经营成果来看，以棉柔巾为代表的无纺标品仍然是最核心的畅销品类，婴儿纯棉柔巾为最受欢迎的明星产品。目前，全棉时代品牌已在母婴核心用户群体中树立良好口碑和影响力，在2020年京东618购物节品牌销售额排名中，全棉时代品牌在婴童寝居用品、洗护用品、妈妈专区品牌销售额中排名靠前，在2020年8月京东平台卫生巾热销品牌排行榜中，全棉时代以227.6万销售额排名第5；根据2021年1月京东每日更新榜单，全棉时代品牌在1层抽纸、棉柔巾、母婴口罩热卖榜中均有多款单单位居前列。

图表 24 2020 年京东 618 购物节母婴品牌销售额排名

婴童寝居品牌	洗护用品品牌	妈妈专区品牌
全棉时代	贝亲	子初
良良	全棉时代	十月结晶
babycare	babycare	袋鼠妈妈
棒棒猪	棉柔世家	babycare
南极人	好孩子	雅特茂
M-CASTLE	子初	嫚熙
迪士尼	保宁	婧麒
十月结晶	润本	美德乐
可优比	红色小象	贝亲
好孩子	强生	全棉时代

资料来源：母婴行业观察、华创证券

图表 25 2021 年 1 月京东热销榜单排名

		单品排名
1层抽纸 热卖榜	全棉时代居家棉品自营旗舰店	1/3/6/10/13
	全棉时代官方旗舰店	2/8/9
棉柔中 热卖榜	全棉时代自营旗舰店	2
	全棉时代官方旗舰店	8/13/15
母婴口罩 热卖榜	全棉时代自营旗舰店	3
	全棉时代官方旗舰店	4

资料来源：京东官网、华创证券

3、其他平台：多点开花，渐次完善

唯品会合作模式优化提高贡献度，网易考拉、拼多多等其他平台初步拓展快速放量储备增长点。除主流的天猫、京东等平台外，全棉时代在唯品会、网易考拉等平台亦有少量布局，并新拓展至拼多多渠道。在与唯品会的合作中，公司不断优化合作模式，2019 年与唯品会新增直营旗舰店合作模式并采用新的入仓模式，新模式下唯品会由提前备货模式转变为根据终端消费者需求及时向公司采购，资金压力缓解交易频次提高，2019 年唯品会整体收入同增 155.86%至 0.62 亿元。此外，2018 年公司新拓展网易考拉平台，以直营模式运营，2019 年实现收入 1600 万元，同比增长 130.53%。此外，公司亦新布局拼多多渠道，目前总销售 10 万+件，获取 11 万人关注，在口水巾店铺中口碑位列第一，棉柔巾位列第十七，未来有望凭借过硬的产品力持续贡献收入。

图表 26 全棉时代唯品会、网易考拉等销售数据

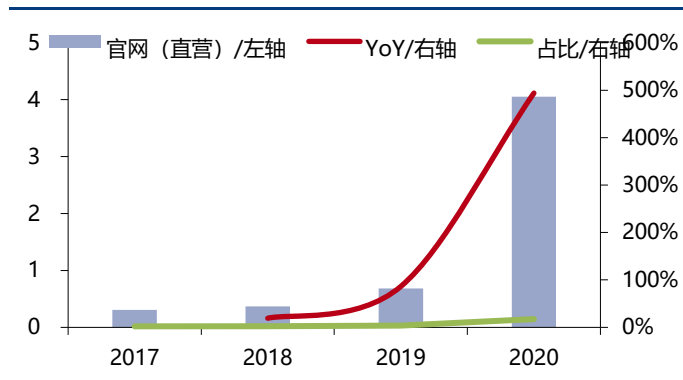
平台	2017	2018	变动	2019	变动
唯品会 (万元)	6942.24	2426.27	-65.05%	6207.8	155.86%
直营 (万元)	2639.7	3304.84	25.20%	5409.26	63.68%
入仓 (万元)	4302.54	-878.57	-120.42%	798.54	-
网易考拉直营 (万元)	-	694.17	-	1600.26	130.53%

资料来源：招股说明书、华创证券

(二) 私域平台：线上线下联动布局，有效转化私域爆发

公司近年来加大私域流量的建设，官网和小程序的布局快速推进。2017-2020年，公司官网（含APP、小程序）收入由0.31亿元提升至4.05亿元，占比提升15pcts至17.5%，2020年收入增速近500%。未来官网充分引流，小程序持续发力下，私域平台持续扩充品牌认知度和忠诚度，或将贡献更大收入并提升盈利水平。

官网：营销固粉+变现售卖+多平台联动布局，立体化平台建设有望充分引流并贡献一定营收。全棉时代官网以切合天然环保的绿色为主题色，设置六大板块全方位诠释品牌形象，“关于Purcotton”板块、“棉花研究所”板块、“全棉生活+”板块、“探索全棉”板块分布就品牌内涵及历程、棉花优势、棉花知识、品牌广告动态等进行生动介绍，其中“探索全棉”板块涵盖全棉时代的代言人形象、品牌赞助活动、孕婴童展示、产品获奖等内容，亮相CBME中国孕婴童展示、时尚妈妈陈燃合作助阵等突出展示品牌在母婴领域的进步与成就，提升品牌专业度；“全棉生活+”板块设有“父母成长营”小课程，联合业内专家开设孕期小课程，微信扫码实现免费获取，以教育服务提升产品附加值，进行知识营销打造专业性，培育母婴核心消费群体的品牌感知度和忠诚度。“棉品发现”板块则负责变现，全面清晰的陈列产品并进行售卖变现。此外，官网设置天猫、京东、唯品会电商平台旗舰店快捷入口，并带有微信小程序扫码入口和线下门店查询功能，实现官网向第三方平台、小程序引流，线下门店引流，构建营销、互动、变现、引流的立体化平台，未来有望持续扩大品牌影响力并贡献一定收入。

图表 27 官网及小程序收入、增速及占比 (亿元, %)


资料来源: 招股说明书、华创证券

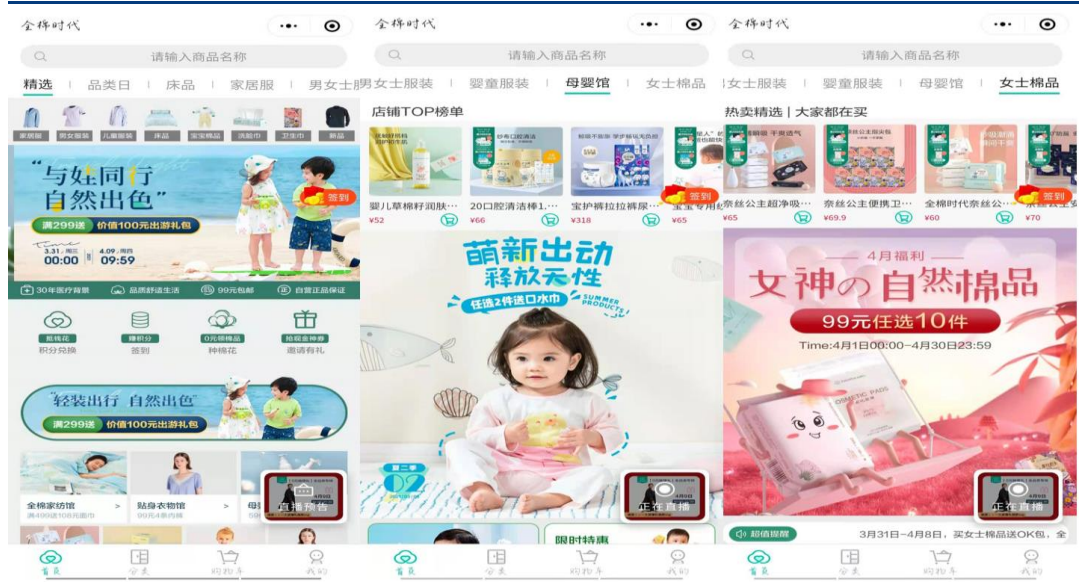
图表 28 全棉时代官网页面


资料来源: 全面时代官网

全棉时代小程序

打造零售新生态, 疫情催化下翻倍高增, 有望成为盈利新兴增长点。2019年10月全棉时代小程序上线, 2020年疫情期间, 全棉时代发力私域流量平台小程序的建设, 通过防疫物资引流, 快速推进小程序发展, 将线下两千多名店员在一周之内线上化, 与腾讯合作获得部分资源倾斜, 疫情期间成为品牌类小程序阿拉丁指数第一名。2020年前三季度, 全棉时代小程序整体销售近3亿元, 收入体量增长近5倍, 整体销售占比达到10%。小程序暴增使用拉升整体私域流量会员快速增长, 目前全品牌用户量突破2500万人, 其中私域会员1276万人, 小程序累计注册用户突破700万。小程序介于线下渠道和第三方平台之间, 与线下门店相比没有固定的人员配置和租金费用支出, 与第三方渠道相比没有平台佣金、广告费、营销费, 同时流量对品牌忠诚度更高, 复购率更高。价格端小程序基本同质同价, 产品更偏标品并多进行组合、活动销售, 利润端由于更少的费用支出盈利更高, 未来持续发力下有望成为盈利新增长点。

图表 29 全棉时代小程序首页界面



资料来源：全棉时代小程序

界面简洁清晰全品类呈现，常态化主题直播营销引流，利于客群品牌认知度、忠诚度的提升和变现。全棉时代小程序页面设置清晰简洁，顶端直接呈现搜索栏和品类细分，循环展示全棉时代产品广告与最新活动优惠，分类中展示全棉时代商品全品类陈列，便于消费者快速切入精准引流。同时，小程序设有专属直播间进行常态化直播营销，首页辅以直播介绍链接快捷键，位置醒目操作便捷，利于流量转化。目前，公司小程序已形成常态化直播布局，以“床品卫浴”、“女士棉品”、“婴童孕产”、“全品类”等主题滚动直播，穿插阳逻工厂等介绍强化品牌认知和客群粉丝忠诚度。

图表 30 小程序直播情况概览



资料来源：全棉时代小程序

特色化布局童趣 IP 定制引流，礼包专卖精准锁定需求并提高客单和连带。全棉时代在小程序单独设置 IP 定制专区和礼盒专区，并根据不同时点动态调整。IP 主要采用 KT、QQ、

酷企鹅等经典童趣形象，匹配相应婴童用产品引流。礼盒主流价格带在 200-500 之间，以出行和婴童主题为主，更加精准地锁定消费需求促进成交，卡位核心群体的同时以一揽子产品隐形提升客单和连带率。如闺蜜礼包内包含的主要是面膜、卸妆巾、洗脸巾、蒸汽眼罩等，而主要服务初生儿的福娃礼包主要是婴儿服、水洗纱布系列的手帕口水兜等，既满足不同需求的送礼场景又给予顾客价格优惠，为顾客提供整套服务的消费便捷性，提高客户满意度。

图表 31 全棉时代小程序礼盒专区与 IP 定制专区展示



资料来源：全棉时代小程序

精心打造会员机制有效提高品牌忠诚度和复购率，内设线下门店查询窗口打通线上线下渠道。小程序内设线下门店查询窗口，联合线下门店精心打造会员体系，消费者可免费注册为 V1 棉苗等级，通过周期消费积分进行会员升级和保级，会员除专享优惠和退货退款优先等专属服务外，还有入会礼、首单礼、生日礼。同时，小程序设置“我的拼团”，为顾客提供价格便利性的同时，通过熟人拼团既提高销量又无形中增加品牌宣传力，扩大用户人数，通过每日签到送积分维持顾客与全棉时代的长期联系，增强顾客粘性和对品牌的依赖性。个人会员的专属服务为消费购物提供了便利性和独属感，线上线下联动

利于增强品牌粉丝忠诚度和转化，拓展品牌的私域流量，未来小程序持续发力下有望进一步贡献营收并提升盈利水平。

图表 32 全棉时代小程序会员体系

会员等级				权益说明
入会门槛	免费	周期内消费≥¥500	周期内消费≥¥2000	/
保级门槛	/	周期内消费≥¥500	周期内消费≥¥1000	不逐级降级
会员折扣	/	折后9.2折	折后8.8折	可与优惠券叠加 特殊商品不参与折扣
积分获取	1元=1分	1元=1.5分	1元=2分	订单实付金额为准
积分抵现	平日: 100分=1元 (仅限官网参与) 18号会员日: 100分=5元, 消费再获双倍积分 (门店+官网参与)			每单积分最高 可抵订单金额50%
入会礼	注册后赠送2张礼券: 1. 指定小礼包兑换券 (消费满30元可到门店兑换) 2. 实付满88元立减20元券 (门店+官方商城)			立即生效使用 券有效期一个月
首单礼	首次消费后即送2张礼券: 1. 实付满288元立减50元 (门店) 2. 实付满168元立减30元 (官方商城)			次日生效使用 券有效期一个月
生日礼	双倍积分 (当日)	双倍积分 (当日) + 29元优惠券 (满29.1元减29元)		券有效期一个月 * 需实名认证后方可 享生日双倍积分

资料来源: 全棉时代小程序。注: 每年12月31日24:00 清零上一年度产生且未使用的积分。

三、后台支持：供应链数字化持续升级赋能

全产业链布局构筑产品力核心壁垒，持续优化数字化及供应链提效赋能。全棉时代以完善的供应链系统、高效率部门配合，物流+客服的双重保障服务质量力求为消费者打造快速周到的极致物流体验。1) **数字化系统方面**：全棉时代的客户管理系统(CRM)已将线下门店会员和订单运营平台、各个渠道的电商交易处理平台以及全媒体服务平台等各个信息系统打通；2) **生产研发方面**：不同于一般消费品，全棉时代背靠公司医疗级生产基地和技术，生产过程中参照医用敷料的高标准，实行严格品质管控。同时，全棉时代注重

新工艺的研发创新和新品类拓展，多次与天猫展开战略性合作，利用阿里大数据及平台优势攻破品牌孵化新品的关键痛点，全链路赋能品牌打造新品上市。例如，公司在首创棉柔巾之后，卫生巾、纸尿裤等相关产品迅速跟进，于行业中首提棉尿裤概念，新研发的氨基酸泡泡洗脸巾快速放量，产品创新能力领先。

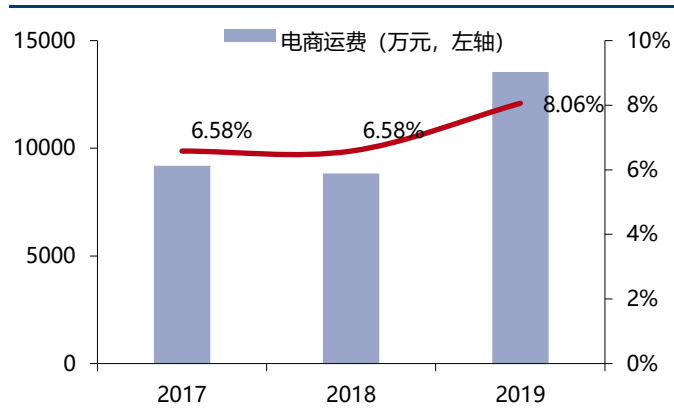
图表 33 全棉时代与天猫/京东战略合作、数字化布局活动



资料来源：中国新闻网、和讯网，华创证券整理

3) 仓储方面：为提升供应链效率与购物体验，保证线上发货的效率，公司斥资 2.5 亿元构建黄冈物流中心自动化立体仓库，建设自主研发、仓储、配送一体的智能综合体，分别筹建黄冈、阳逻仓，通过 WMS 系统的运用实现批量发货全自动化，错误率仅约 0.3%，仓库空间利用率为普通平库的 2-5 倍，订单处理的效率也比以往提高 50%，大幅提升发货效率。**4) 物流方面：**随着电商收入规模快速增长，公司电子商务模式下快递物流费用有所增加，电商销售运费率在 6.6%-8% 之间较为稳定，2019 年公司电商销售通过小件包邮方式打开局面，小额订单占比提高、发货次数增加，运费及运费率有所提升。为备战 2020 年双十一，全棉时代以黄冈和阳逻为主战场，将自有仓库增加至 7 仓，所有订单系统会自行分配至就近仓库发货，3-7 天内订单货物基本发完，60% 的地区已可做到 72 小时之内送达货物。在客服方面，全棉时代加大客服人员的投入和培训，超过 300 名人工客服和智能客服双十一当日 24 小时提供专业咨询服务。未来全棉时代有望尝试 O2O 社区商务模式，在全国建立仓库，实现一线城市当日达、二线城市次日达，提供门店下单送货上门等服务。

图表 34 电商运费情况 (万元, %)



资料来源: 招股说明书、华创证券

图表 35 全棉时代黄冈物流中心自动化立体仓库



资料来源: 科学中国《全棉时代黄冈物流中心自动化立体仓库正式上线》

四、稳健医疗：电商势头向好持续放量，增长空间层层开启，维持“强推”评级

全棉时代电商渠道布局成熟，为收入和利润稳定放量的主阵地。公域平台多点开花布局完善，费用持续投放支持下主力天猫、京东等平台持续放量，私域小程序崛起进一步提升盈利能力可期。此外，全棉时代线下门店加速扩张，有望持续提升品牌知名度并贡献收入，门店模型调整下实现盈利可期。医疗业务中防疫相关产品和原有敷料业务受益于渠道迅速扩张有望实现持续增长，消费品属性和品牌化路径或将持续提升相关业务估值水平。

我们维持公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 18.67、22.35、27.24 亿元，EPS 分别为 4.38、5.24、6.39 元/股，对应当前股价 PE 分别为 28、24、19 倍。考虑到医疗业务品牌化路径和消费品电商渠道持续放量空间，维持目标价 239.10 元/股，对应 2021 年 55 倍估值，维持“强推”评级。

五、风险提示

医疗业务渠道拓展及品牌培育不及预期；全棉时代线下门店拓展及店效提升不及预期；

新品牌培育进度不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,163	6,372	7,893	10,155
应收票据	0	0	0	0
应收账款	844	1,015	1,247	1,496
预付账款	124	205	257	306
存货	1,216	1,506	2,202	2,850
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,643	4,736	4,911	5,116
流动资产合计	10,990	13,834	16,510	19,923
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	13	9	9	9
固定资产	1,401	1,585	1,672	1,705
在建工程	61	71	91	91
无形资产	208	202	197	192
其他非流动资产	329	350	360	359
非流动资产合计	2,012	2,217	2,329	2,356
资产合计	13,002	16,051	18,839	22,279
短期借款	150	176	202	228
应付票据	29	410	514	612
应付账款	727	1,281	1,476	1,783
预收款项	0	1,068	1,312	1,574
合同负债	530	452	555	666
其他应付款	353	145	145	145
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	638	311	354	411
流动负债合计	2,427	3,843	4,558	5,419
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	107	62	65	68
非流动负债合计	107	62	65	68
负债合计	2,534	3,905	4,623	5,487
归属母公司所有者权益	10,454	12,130	14,194	16,760
少数股东权益	14	16	22	32
所有者权益合计	10,468	12,146	14,216	16,792
负债和股东权益	13,002	16,051	18,839	22,279

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,767	3,430	1,855	2,481
现金收益	4,299	2,085	2,478	2,980
存货影响	-224	-290	-696	-648
经营性应收影响	-215	-209	-241	-256
经营性应付影响	198	1,795	543	667
其他影响	709	48	-230	-263
投资活动现金流	-4,430	-387	-321	-242
资本支出	-334	-392	-330	-267
股权投资	-5	4	0	0
其他长期资产变化	-4,091	1	9	25
融资活动现金流	3,348	-834	-13	23
借款增加	-113	26	26	26
股利及利息支付	-102	-184	-172	-234
股东融资	3,593	50	30	10
其他影响	-30	-726	103	221

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,534	10,684	13,122	15,743
营业成本	5,070	5,123	6,419	7,652
税金及附加	117	107	131	157
销售费用	1,575	2,543	3,057	3,668
管理费用	437	374	459	551
研发费用	411	374	459	551
财务费用	219	13	14	14
信用减值损失	-36	-36	-13	-10
资产减值损失	-240	-42	-42	-42
公允价值变动收益	11	4	4	4
投资收益	22	-3	-1	1
其他收益	70	46	44	42
营业利润	4,532	2,151	2,604	3,175
营业外收入	4	8	8	7
营业外支出	34	11	11	11
利润总额	4,502	2,148	2,601	3,171
所得税	679	279	364	444
净利润	3,823	1,869	2,237	2,727
少数股东损益	12	2	2	3
归属母公司净利润	3,811	1,867	2,235	2,724
NOPLAT	4,008	1,880	2,249	2,740
EPS(摊薄) (元)	8.93	4.38	5.24	6.39

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	174.0%	-14.8%	22.8%	20.0%
EBIT 增长率	537.1%	-54.2%	21.0%	21.8%
归母净利润增长率	597.5%	-51.0%	19.7%	21.9%
获利能力				
毛利率	59.5%	52.0%	51.1%	51.4%
净利率	30.5%	17.5%	17.0%	17.3%
ROE	36.4%	15.4%	15.7%	16.2%
ROIC	61.2%	24.4%	23.6%	22.9%
偿债能力				
资产负债率	19.5%	24.3%	24.5%	24.6%
债务权益比	2.5%	2.0%	1.9%	1.8%
流动比率	452.8%	360.0%	362.2%	367.7%
速动比率	402.7%	320.8%	313.9%	315.1%
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	18	31	31	31
应付账款周转天数	46	71	77	77
存货周转天数	78	96	104	119
每股指标(元)				
每股收益	8.93	4.38	5.24	6.39
每股经营现金流	11.18	8.04	4.35	5.82
每股净资产	24.51	28.44	33.28	39.30
估值比率				
P/E	14	28	24	19
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	21	43	36	30

资料来源：公司公告，华创证券预测

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522