悦己消费产业链研究之银发经济
关注运动产业和适老化产品企业机会

行业研究 · 行业快评

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心观点

- **事项：**随着中国正步入深度老龄化社会，老龄化既带来劳动力供给趋紧等社会挑战，也蕴含巨大的银发族的消费市场新机遇。相关企业积极布局有望迎来发展新机遇。

- **国信纺服观点：**随着中国老龄化程度逐步加深，银发经济正成为消费市场的重要增长引擎。老龄化虽带来劳动力供给趋紧等挑战，但同时也孕育着消费新机遇，如健康意识的提升推动大众运动产业蓬勃发展，老年人口对医疗护理、适老用品的需求持续扩容等。具体来看：

  1）**运动服饰：日本老龄化社会运动鞋服消费坚挺，大众运动产业逆势增长。**参照日本经验，经济低迷与老龄化背景下，运动鞋服消费展现出强劲韧性，居民健康意识驱动运动参与率持续提升。中国市场呈现相似趋势，中老年群体闲暇时间充裕、健康关注度高，跑步等低门槛运动参与率显著增长，带动专业跑鞋需求增加。2025年运动鞋服市场规模达4377亿元，户外越野跑鞋等细分品类增速超150%，200元以上专业跑鞋保持双位数增长。头部品牌通过科技迭代与场景细分构建产品矩阵，满足差异化需求，具备新品爆款能力的龙头企业有望在价格竞争加剧的环境中脱颖而出，引领行业新周期。

  2）**稳健医疗：适老化产品提供健康护理方案，高品质纯棉服饰获得青睐。**稳健医疗依托"Winner稳健医疗"与"Purcotton全棉时代"双品牌，布局银发经济赛道。医疗板块聚焦高端伤口敷料国产替代，通过收购隆泰医疗完善硅凝胶泡沫、水胶体等产品线，2019-2024年高端敷料收入复合增速达40.5%，显著受益于慢病老人护理需求增长；消费板块推出"轻肤理"成人失禁品牌，以100%全棉材质切入成人护理市场，同时全棉时代成人服饰业务2019-2024年收入复合增速18.6%，凭借安全舒适品质赢得消费者青睐。公司医疗渠道覆盖23万家药店，消费品全域会员近6700万，渠道与品牌优势将助力适老化产品快速放量。

核心观点

- **投资建议：关注银发经济下运动产业和适老用品发展机会。**我们看好国产大众运动品牌全年龄段、广覆盖的客群结构，一方面，面向年轻群体，依托国潮与时尚潮流属性，满足个性化穿搭、运动社交等多元需求，具备较强消费黏性；另一方面，伴随健康老龄化趋势，银发经济成为重要增量，中老年客群对舒适、实用型运动装备的需求稳步提升，市场空间广阔。个股方面重点推荐产品竞争力强和奥运荣誉心智加持的**李宁**、多品牌矩阵引领轻奢运动需求的**安踏体育**、专业跑步产品质价比高的**特步国际**和**361度**；此外建议关注高品质纯棉消费品心智占有率高、高端医用敷料规模领先、拓展适老化产品线的**稳健医疗**。
- **风险提示：**消费行业持续承压；行业竞争环境恶化，价格战影响企业利润；品牌出现公共舆情事件影响品牌力。

可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（RMB）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2331.HK	李宁	优于大市	20.9	514	1.17	1.01	1.08	17.9	20.6	19.3
2020.HK	安踏体育	优于大市	78.8	2099	5.58	4.72	4.98	14.1	16.7	15.8
1368.HK	特步国际	优于大市	5.0	133	0.44	0.50	0.53	11.3	9.9	9.4
1361.HK	361度	优于大市	5.3	104	0.56	0.60	0.65	9.5	8.7	8.0
300888.SZ	稳健医疗	优于大市	35.0	202	1.19	1.71	1.99	29.3	20.5	17.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的EPS预测来自彭博一致预期

目录

[01] 运动服饰：日本老龄化社会运动鞋服消费坚挺，大众运动产业逆势增长

[02] 稳健医疗：适老化产品提供健康护理方案，高品质纯棉服饰获得青睐

[03] 投资建议：关注运动产业和适老用品产业的老年经济发展机会

目录

01 运动服饰：日本老龄化社会运动鞋服消费坚挺，大众运动产业逆势增长

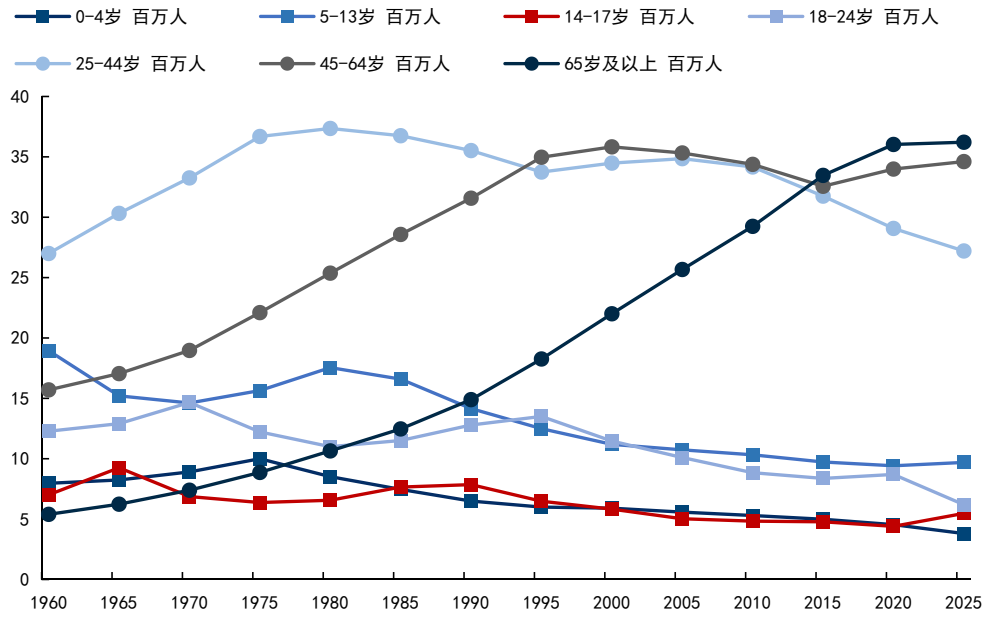
02 稳健医疗：适老化产品提供健康护理方案，高品质纯棉服饰获得青睐

03 投资建议：关注运动产业和适老用品产业的老年经济发展机会

90年代后日本经济衰退期叠加人口老龄化趋势，受益于健康关注提升运动鞋服消费稳定

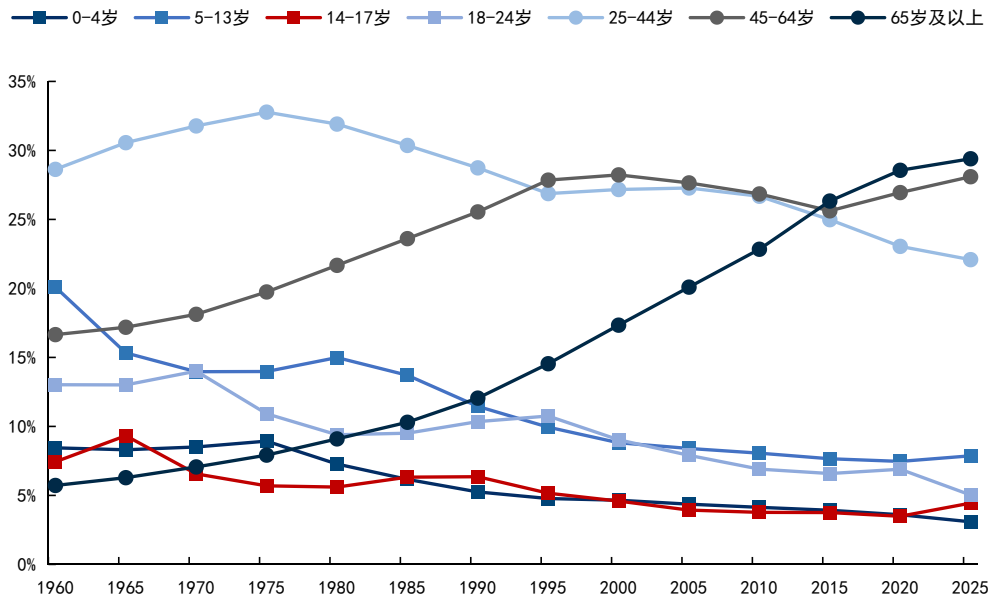
- 参照日本上世纪90年代至今的经济衰退期叠加人口老龄化趋势背景，从日本家庭消费倾向的变化中可以看到鞋服的消费占比在持续下降，但其中运动鞋服的消费相对稳定，在鞋服消费的占比持续上升。背后的逻辑主要在于，居民对于健康的关注逐步增加，以及对于时间的机会成本降低，更愿意投入在自我提升上，并且通过运动健身获得精神上的满足。尤其一些参与门槛较低的项目如慢跑、户外远足等，获得居民热捧。
- **上世纪90年代后日本中老年人口占比持续上升。**根据日本统计局的人口普查数据，1990年日本总人口1.24亿中，有3160万45-64岁的中老年人和1490万65岁以上的老年人，分别占比25.5%和12%；而到2025年9月末，共1.23亿人口中，有3460万的45-64岁的中老年人和3620万的老年人，分别占比28.1%和29.4%，中老年人口的绝对数和占比都有明显上上升。

图：日本人口按年龄划分的数量



资料来源：日本统计局，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至9月末。

图：日本人口按年龄划分的占比

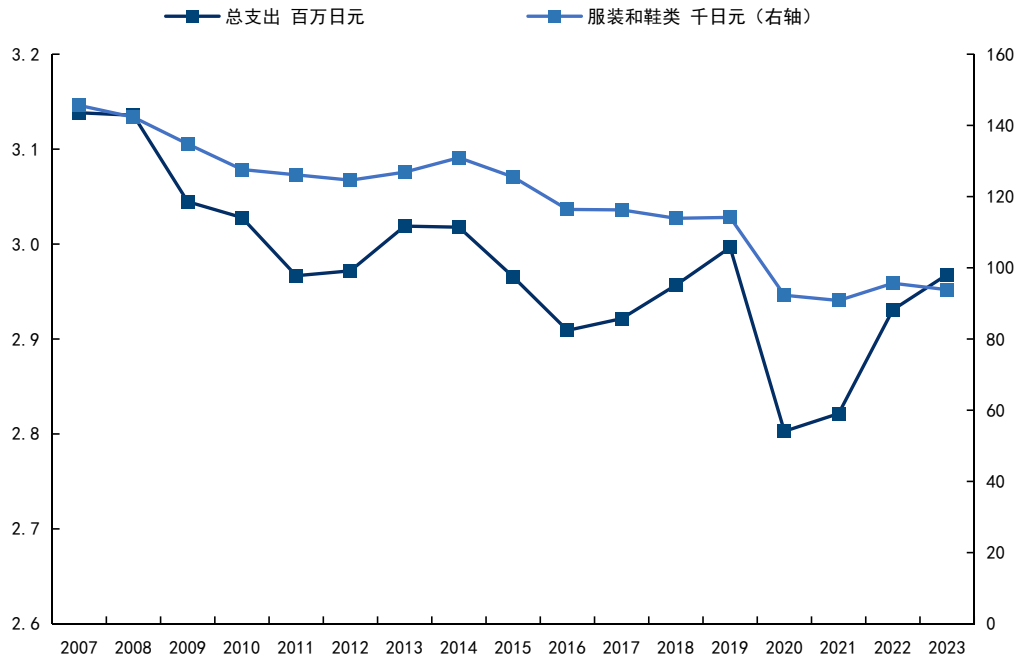


资料来源：日本统计局，国信证券经济研究所整理 注：2025年数据截至9月末。

90年代后日本运动鞋服消费逆势坚挺，居民运动参与率持续上升

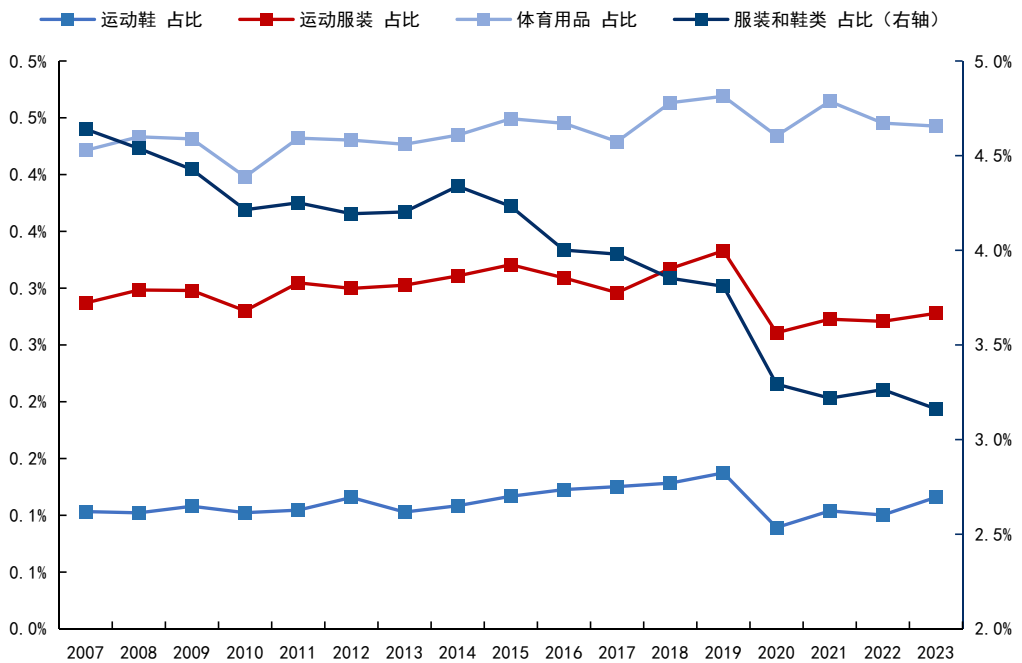
- **日本家庭消费疲弱，但运动相关支出占比上升。**在相对低迷的经济环境和老龄化趋势逐渐强化的背景下，日本家庭平均消费总支出呈现缓慢下降的趋势，2007年-2023年的16年间由314万日元下降至297万日元，年化降幅0.35%。在这其中，服装消费的降幅比总体消费更为明显，由14.5万日元下降到9.4万日元，年化降幅2.7%。但运动相关的开支表现出较好的韧性，如运动鞋、运动服装、体育用品，和2007年的消费水平基本接近，在总体消费的占比中稳步上升。

图：日本家庭平均消费总支出和服装鞋类支出



资料来源：日本统计局，国信证券经济研究所整理

图：日本家庭消费中服装鞋类和运动相关消费占比

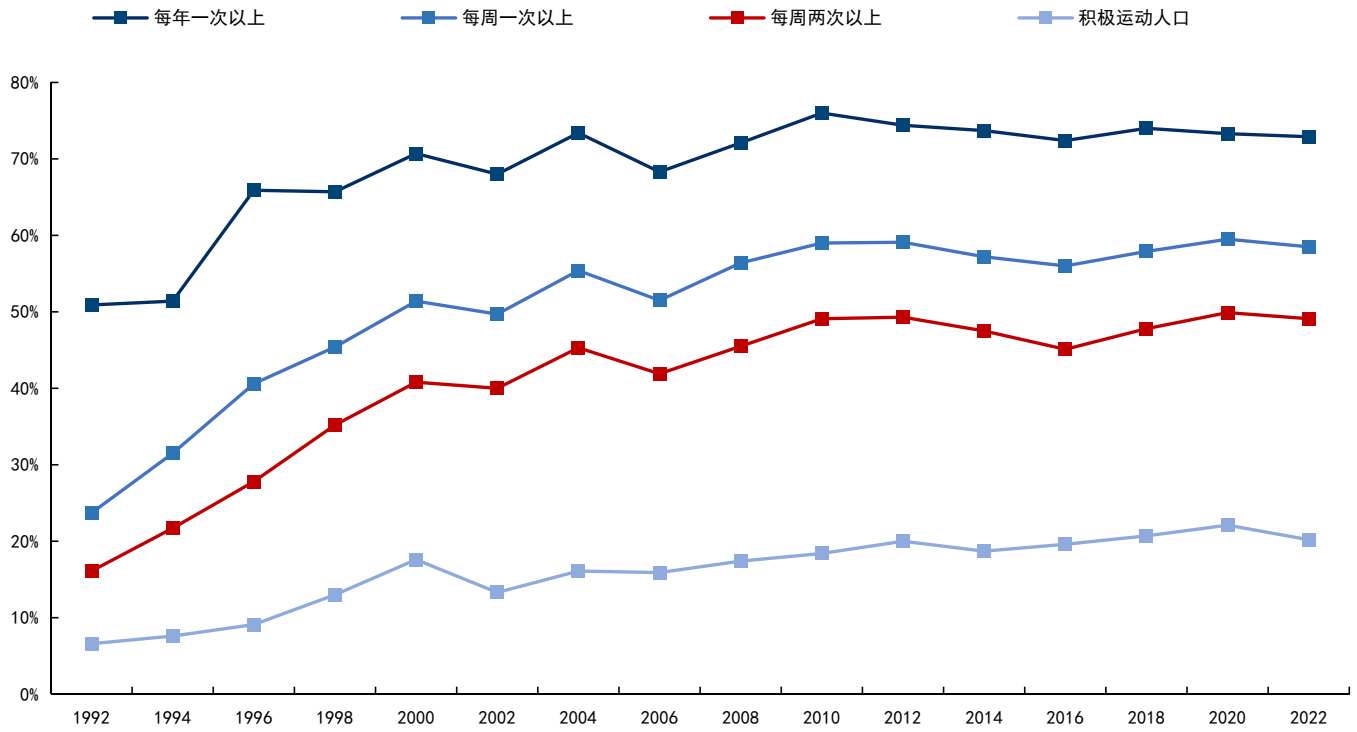


资料来源：日本统计局，国信证券经济研究所整理

90年代后日本运动鞋服消费逆势坚挺，居民运动参与率持续上升

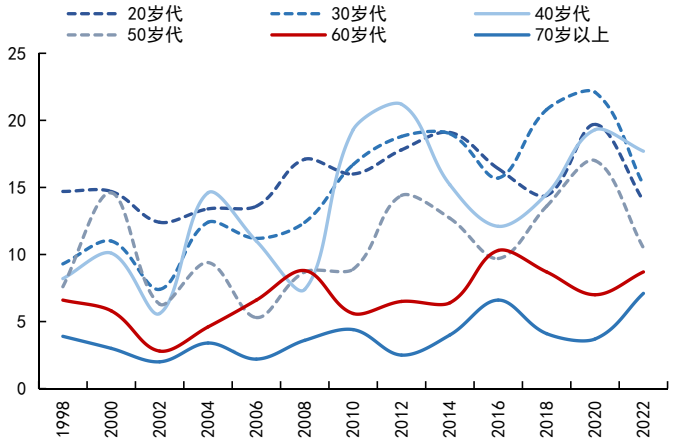
- **居民运动参与率上升，中老年男性跑步参与率提升最明显。**根据日本笹川体育财团的统计，日本每周至少参加1次体育锻炼的人口比例从1992年的23.7%增加到2022年的58.5%以上，每周至少参加2次体育锻炼的人口比例从1992年的16.1%增加到了2022年的49.1%。分性别和年龄段统计，2022年对1998年，多个年龄段的局面参与跑步的比例均有上升，而从增加幅度看，40-50岁男性、70岁以上男性跑步参与率的增加幅度最为明显。

图：日本居民运动参与率变化



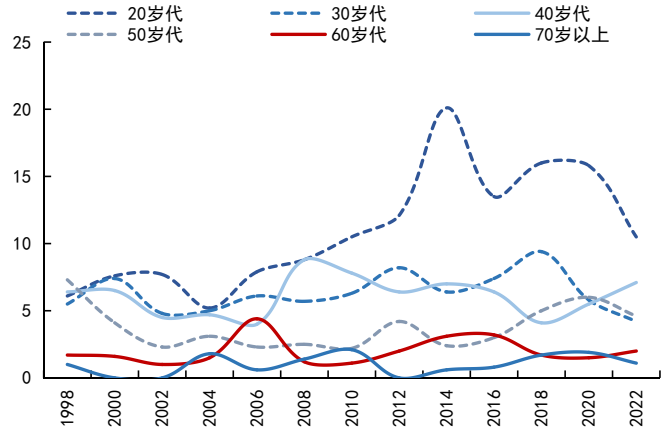
资料来源：笹川体育财团，国信证券经济研究所整理

图：日本男性分年龄段跑步参与率



资料来源：日本生产性本部，国信证券经济研究所整理

图：日本女性分年龄段跑步参与率

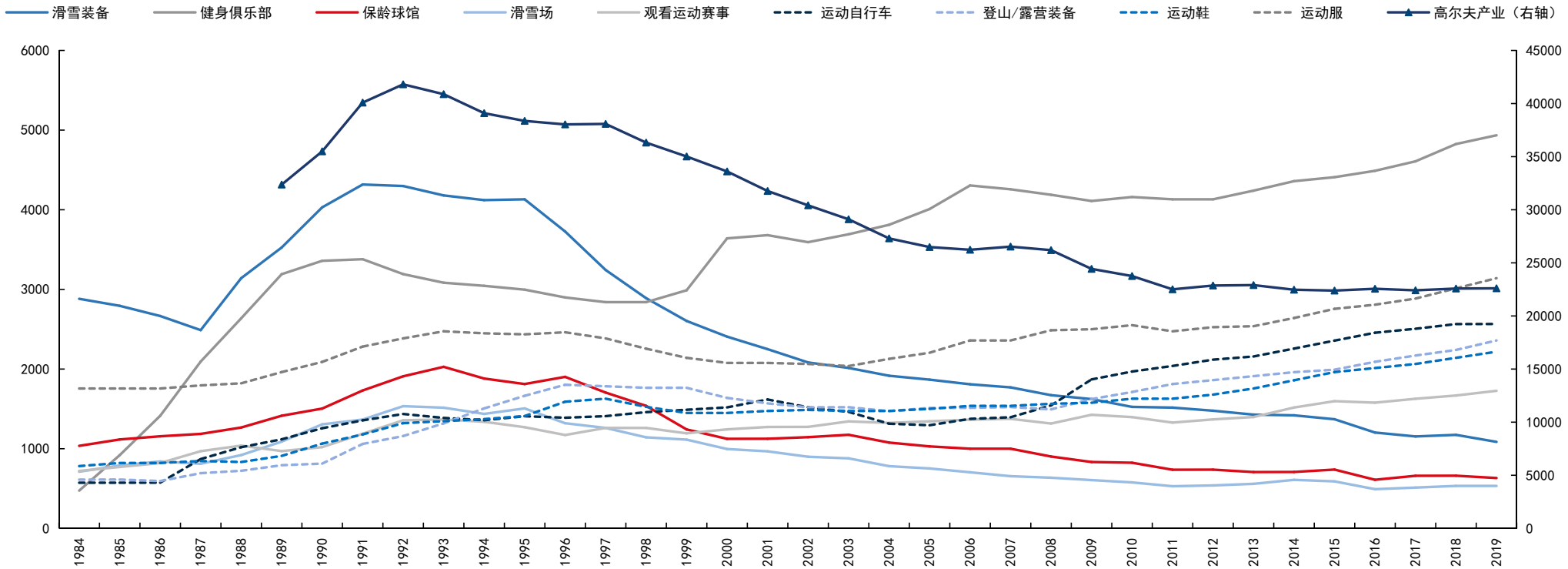


资料来源：日本生产性本部，国信证券经济研究所整理

90年代后日本运动鞋服消费逆势坚挺，居民运动参与率持续上升

- **运动产业细分领域发展分化，大众运动趋势更优。**分运动类型看，高尔夫、滑雪、保龄球在90年代初达到顶峰后，随后受到日本经济进入低迷期、人口老龄化等影响，1992-2019年相关产业规模分别累计下降46%、75%和65%。但与此同时，跑步、散步、综训等运动的人群渗透率提升，健身俱乐部、登山露营、运动自行车、运动鞋、运动服分别增长了55%、104%、79%、68%和32%，大众运动和户外休闲运动保持成长趋势。

图：日本各类运动产业规模变化

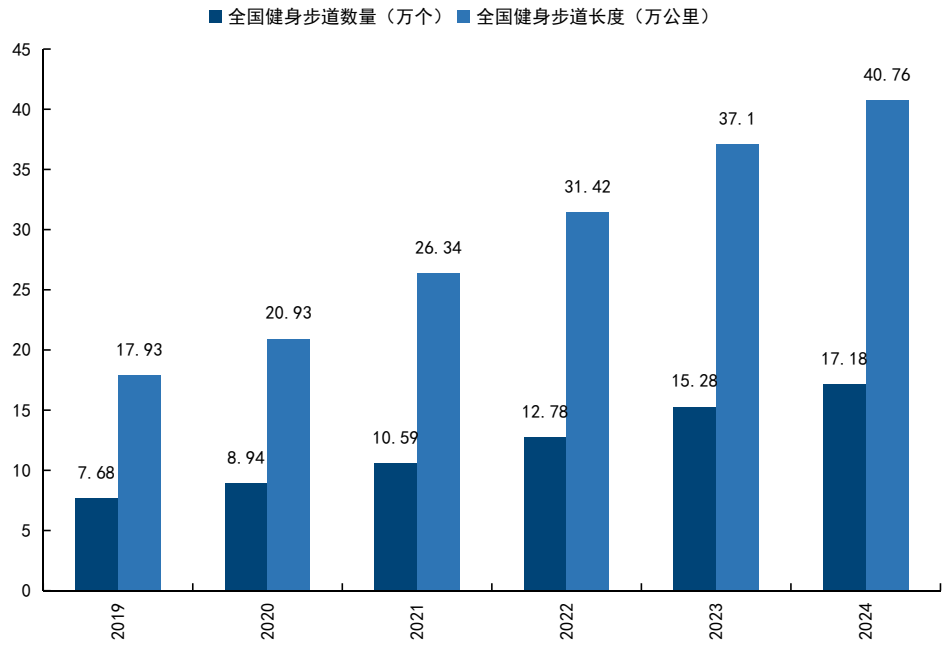


资料来源：日本生产性本部《休闲白皮书2020》，国信证券经济研究所整理

中国居民运动参与热情持续升温，专业运动赛道快速增长

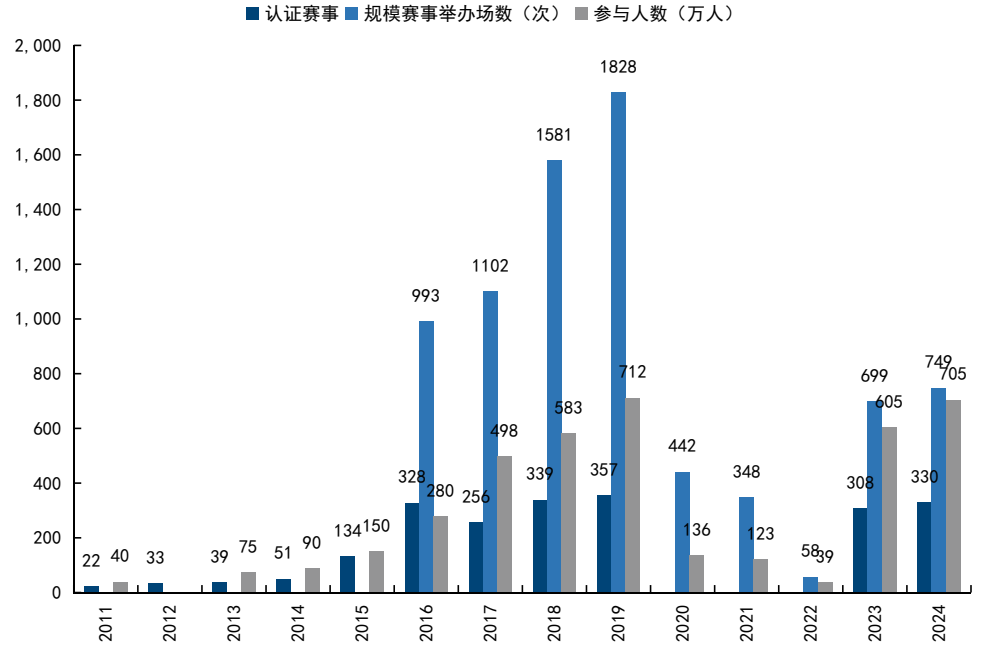
- **中国大众运动呈现专业化发展趋势，近几年马拉松赛事与参赛人数爆发增长。**在国内20世纪，运动鞋被称作“旅游鞋”，指便于出门、旅游、方便远足的鞋类，旅游鞋大底中间夹层弹性体，鞋底防滑，穿着舒适。在早期运动与休闲服饰的界限较为模糊，例如，2005年以前，李宁财报仅按男装、女装、时尚和高尔夫划分主要品类。随着国内健身设施、健身场地的逐步完善，跑步、篮球、羽毛球等大众运动在国内得以发展和普及。随后马拉松、专业篮球等赛事的举办和兴起，大众运动走向专业化道路。2011年国内马拉松赛事认证赛事仅22场，参与人数40万人次，而8年时间至疫情前的2019年，认证赛事数量增长16倍达357场，参与人数增长18倍达712万人次。虽然随后疫情对马拉松赛事的举办按下暂停键，而疫后的第一年2023年马拉松活动得到快速恢复，认证赛事数量和参赛人数基本接近2019年的水平，2024年参赛人数进一步增加至705万人次。

图：全国健身步道数量和长度



资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

图：全国马拉松赛事数量和参赛人数

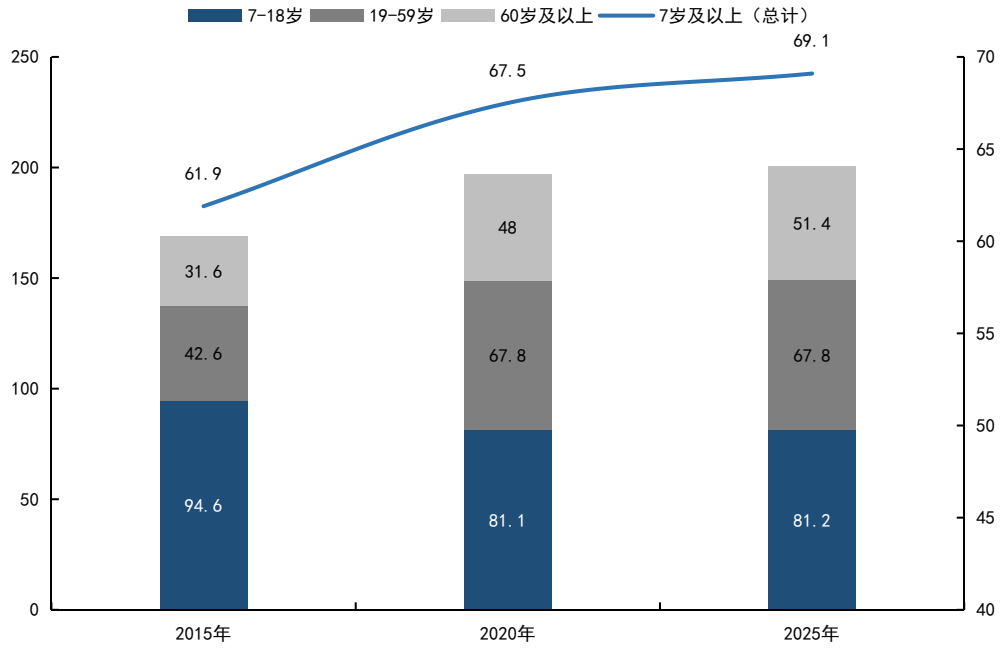


资料来源：中国田径协会，国信证券经济研究所整理

中国居民运动参与热情持续升温，专业运动赛道快速增长

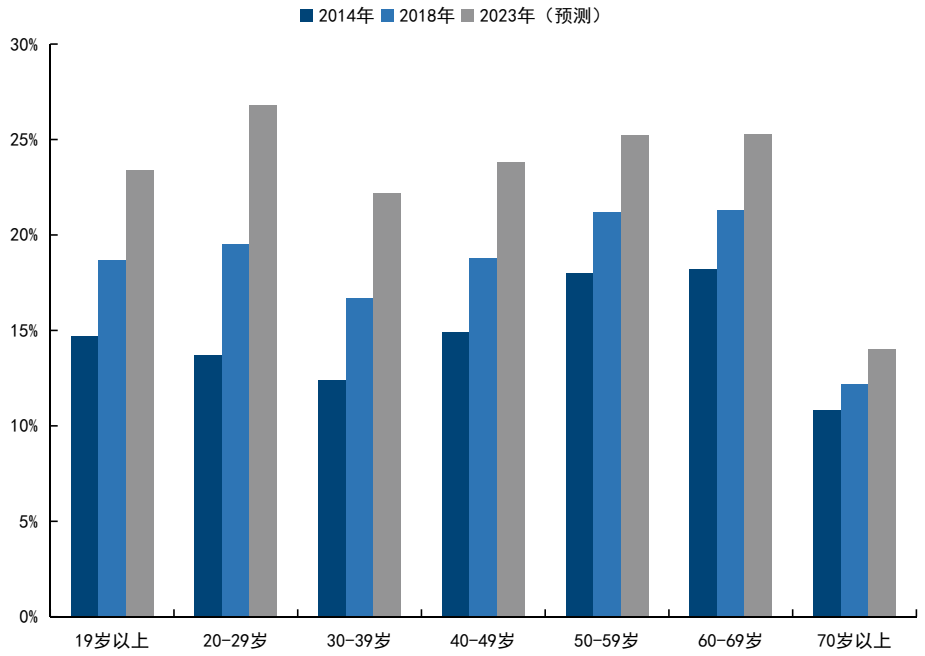
- **中国中老年居民闲暇时间多、健康关注度高，运动参与率更高。**国家体育总局统计，2025年我国7岁及以上年龄人群中，每周至少参加1次体育锻炼的人数比例为69.1%，较2015年调研增长7.2%。截至2025年底，全国经常参与体育锻炼的人数比例达到38.5%。根据弗若斯特沙利文统计，2018年中国居民常规运动参与率最高的是50-70岁的人群，达到20%以上。根据中央广播电视总台发布的2023-2024 年度《中国美好生活大调查》，46-59 岁人群：休闲时间运动健身比例最高，达到了 17.05%，紧随其后是60岁以上的人群，运动热情超出了全国平均水平 3 个百分点以上。

图：每周至少参加一次体育锻炼的人数比例



资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

图：中国居民分年龄段运动参与率

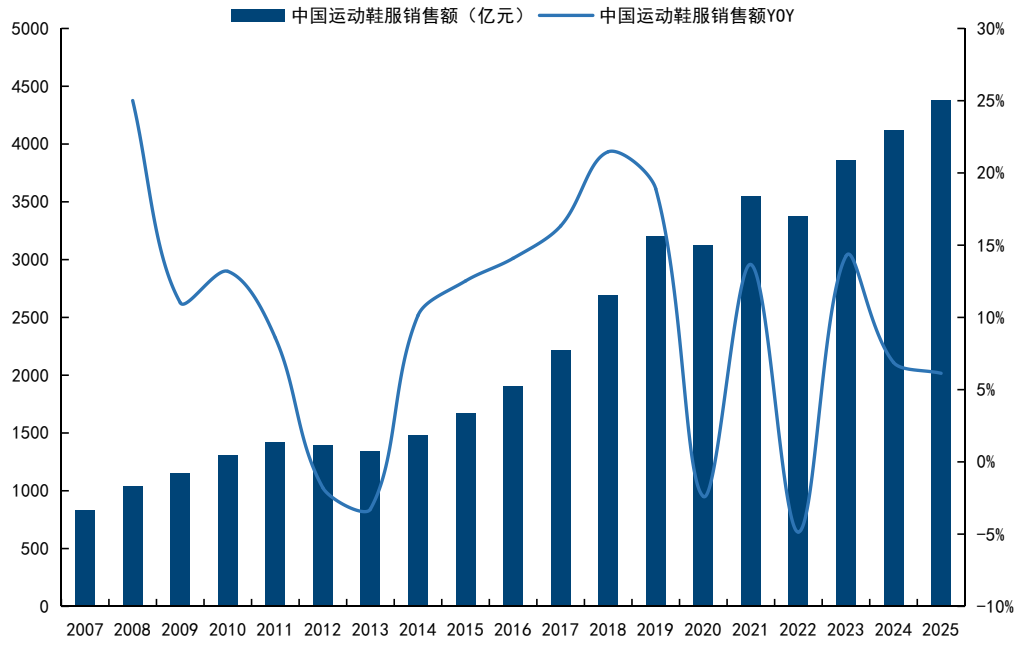


资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

中国居民运动参与热情持续升温，专业运动赛道快速增长

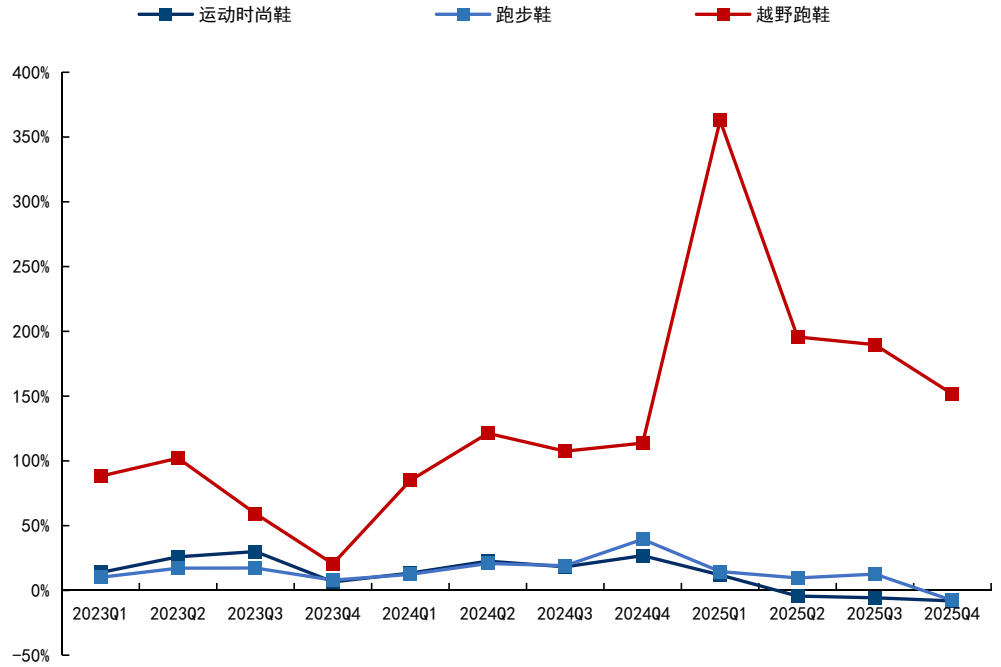
- **中国运动鞋服行业快速增长，专业运动增速更高。**2025年中国运动鞋服市场规模达到4377亿元，10年复合增速达到10.1%，大体量下长期呈现双位数复合增长。近年来专业细分运动表现出更快的成长性，如跑步领域，除2025年第四季度外，200元以上的跑鞋在过去几个季度表现出12%左右的双位数增长，而在专业跑鞋快速增长的基础上，户外越野跑鞋成长性更为突出，线上平台的销售规模在过去几个季度呈现出150%以上的同比增速。

图：中国运动鞋服行业规模和增速



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图：细分运动品类线上销售规模增速

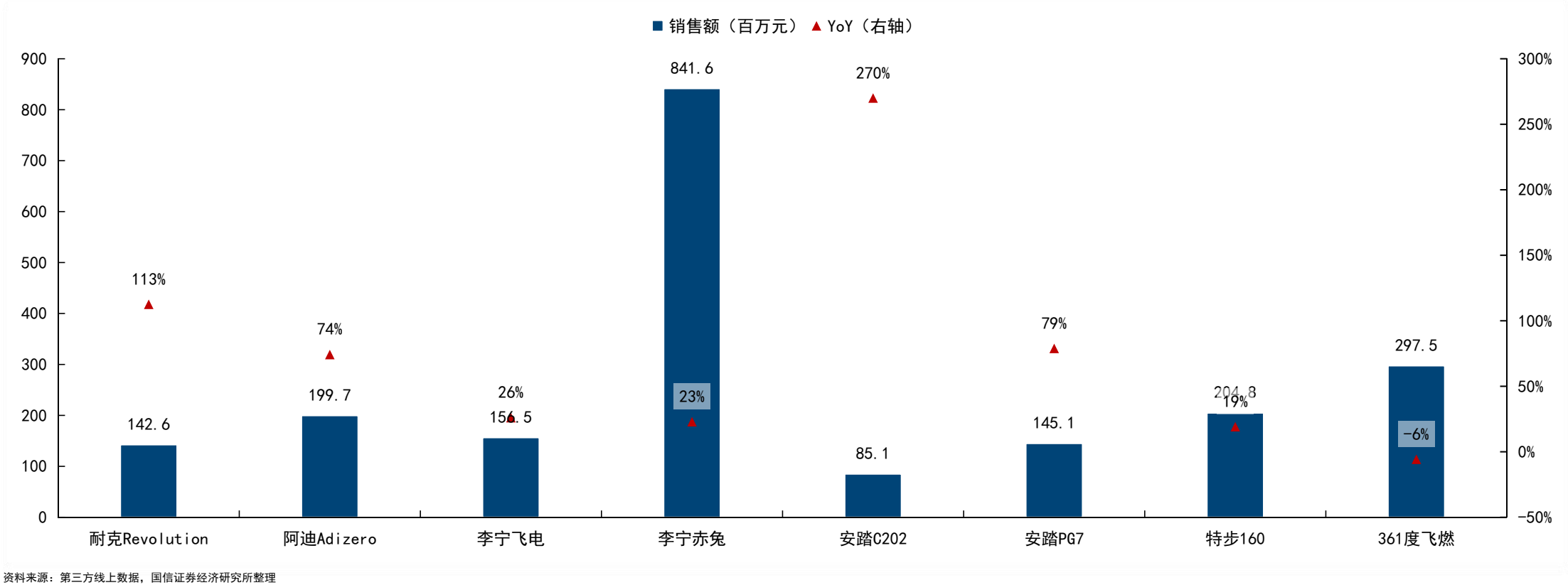


资料来源：第三方线上数据，国信证券经济研究所整理

中国居民运动参与热情持续升温，专业运动赛道快速增长

- **运动品牌推出专业产品矩阵，满足消费者细分场景运动需求，核心产品翻倍增长。**以跑步为例，跑步的场景可以根据跑步的距离和场地分为日常慢跑、训练跑、竞速跑、越野跑和长距离跑等，其中跑者的体重、脚型和步态有别，又有相应差异化的产品，侧重缓震、回弹和稳定等不同需求。面对中老年居民的跑步需求，适合健康慢跑的跑鞋主要以缓震和稳定保护的功能为主，适合追求成绩突破的跑鞋以轻质回弹的功能为主，目前各大品牌均在产品科技上持续升级迭代，近期也有较多热销爆品推出。以2025年线上销售情况来看，各家热门专业跑鞋多数取得了亿元以上的销售规模和双位数的增长。

图：2025年运动品牌跑鞋大单品线上销售额及增长



资料来源：第三方线上数据，国信证券经济研究所整理

目录

01 运动服饰：日本老龄化社会运动鞋服消费坚挺，大众运动产业逆势增长

02 稳健医疗：适老化产品提供健康护理方案，高品质纯棉服饰获得青睐

03 投资建议：关注运动产业和适老用品产业的老年经济发展机会

双品牌协同发力，深耕大健康与老龄化蓝海

稳健医疗是一家在医疗大健康领域深耕的企业。通过“Winner稳健医疗”和“Purcotton全棉时代”两大品牌，公司实现医疗板块及消费板块的协同发展。近年来医疗板块业务从OEM贴牌逐渐延申到自主品牌发展，收购GRI未来将有利于进一步拓展海外市场、形成协同效应。消费板块业务以安全亲肤的棉花为主要原材料，通过迎合市场对于“健康、舒适、环保”的需求获得广大消费者的喜爱。

公司开发适老化产品、为老年人提供护理方案，顺应全球人口老龄化趋势。随着全球老龄化加剧，消费者对于医疗护理产品以及更加安全舒适的穿着相关需求将扩大。稳健医疗研发并推出硅凝胶泡沫敷料和泡沫敷料，适用于慢病老人的伤口护理需求，加速伤口愈合，换药不疼痛，为患者提供慢性伤口治疗的高性价比解决方案。“轻肤理”子品牌专注成人失禁需求，为轻度、中度、重度的失禁用户提供安全、天然、专业的成人失禁护理产品和解决方案，包括100%全棉的成人纸尿裤、护理垫、护理巾等产品。随着消费者健康意识的增强，全棉时代主打纯棉材质和健康品质，并不断丰富新产品推出抗菌、防螨等功能性产品，树立了良好的品牌形象，成为部分消费者购买成人服饰的首选品牌之一。

高端敷料：开发多样化敷料产品，可适用于慢病老人护理

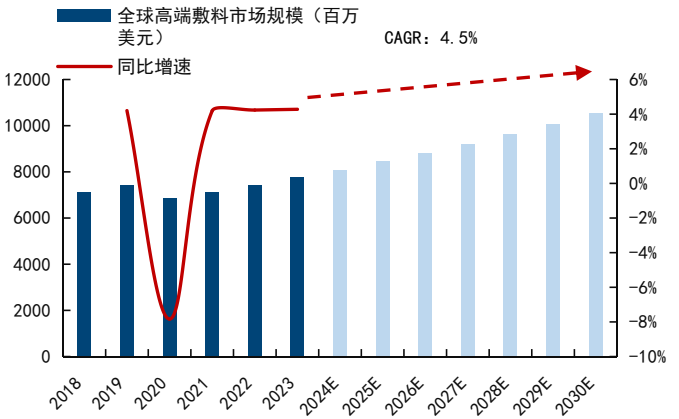
- **高端医用敷料品种多样，有更佳的治疗效果和舒适度，逐渐得到市场追捧。**随着人们物质生活水平的提升，对于伤口护理的要求也在变高。医用敷料是可以用来覆盖伤口以防止感染的医用材料。传统敷料以纱布类产品为主，一般由棉花、麻布等加工制成，通过保持伤口干燥来促进愈合，但这不利于坏死组织的清除和新生组织生长，愈合速度相对较慢。而高端敷料种类繁多，包括泡沫敷料、水凝胶敷料、硅酸盐敷料、银离子敷料等，内含高科技材料，为伤口提供适度湿润、接近于体温的伤口环境，具备缩短愈合时间、减少换药次数、降低感染风险、减少换药疼痛等优点，通过更佳的治疗效果和舒适度逐渐受到市场欢迎。根据GrandView Research，2023年全球和中国高端敷料产业的市场规模分别为7760.6和221.7百万美元，预计2024~2030年的复合增长率分别为4.5%和4.8%，至2030年的市场规模预计达到10532.0和307.4百万美元。

表：高端敷料品种多样化适应不同需求

敷料类别	产品特点	应用范围
薄膜敷料	透气性、防水性、透明性好，具有保湿作用。	常用于静脉留置针固定、清洁伤口覆盖或与其他类型敷料合用。
泡沫敷料	由疏水性的外层和亲水性泡沫内层组成，能够吸收大量渗出液；有良好衬垫作用、减少创面疼痛。	适用于渗出较多的创面。
水凝胶敷料	含水量高达70%~90%，为伤口提供湿润环境，软化清除坏死组织和痂皮，促进肉芽生长表皮繁殖。	适用于干燥的慢性创面和有干痂、坏死组织的伤口。
水胶体敷料	能够吸收少至中等量渗液，保持伤口湿润；受湿后形成胶糊状，不易与创面粘合，减少换药疼痛。	适用于轻到中等程度渗出的伤口。
藻酸盐敷料	能够吸收大量渗液，形成凝胶状物质，保持伤口湿润，促进愈合。	适用于渗出液多的慢性伤口，如褥疮、糖尿病足等。
银离子敷料	含有银离子具有广谱抗菌作用，有效减少细菌滋生。	适用于感染风险较高的伤口或已经感染的伤口护理。
生物因子敷料	含有生长因子、细胞因子等生物活性成分，能够促进伤口愈合和组织再生。	适用于复杂伤口和慢性创面的治疗，提供有效的愈合支持。

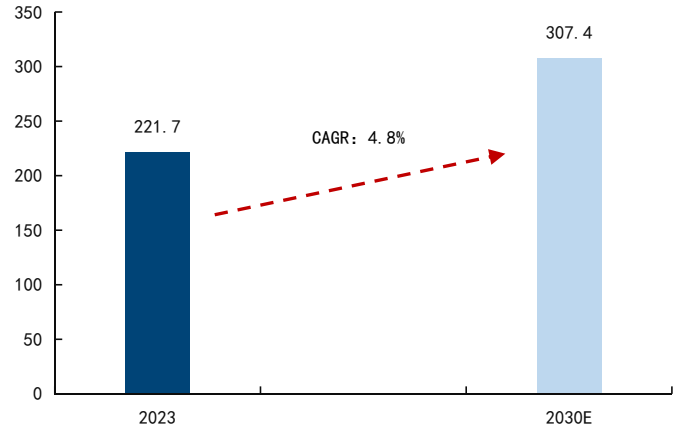
资料来源:华经情报网，观研报告网，公开资料，国信证券经济研究所整理

图：全球高端敷料市场规模（百万美元）



资料来源：Grand View Research，国信证券经济研究所整理

图：中国高端敷料市场规模（百万美元）

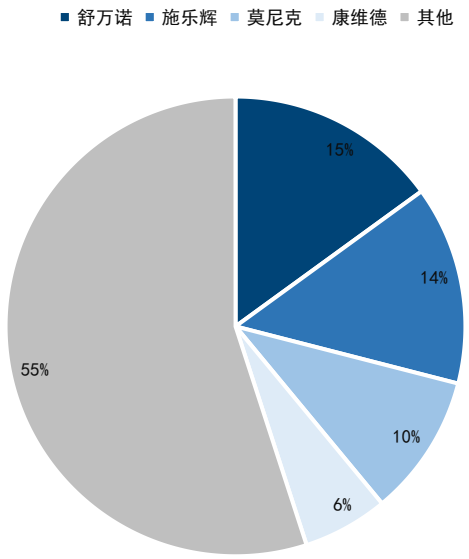


资料来源：Grand View Research，国信证券经济研究所整理

高端敷料：开发多样化敷料产品，可适用于慢病老人护理

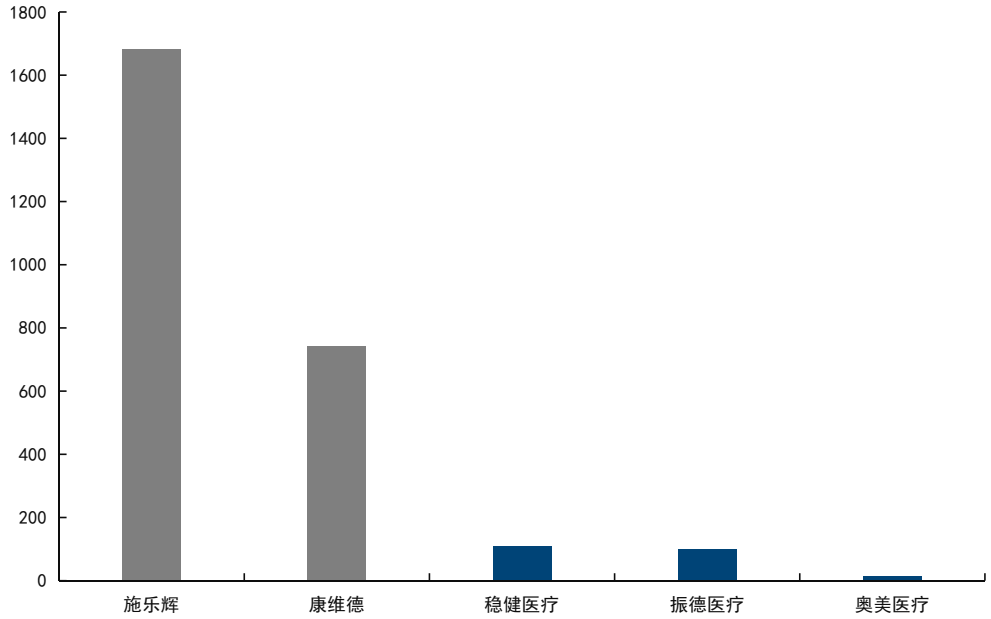
- **高端敷料行业基本由外资垄断，国产替代空间广阔。**根据施乐辉2024年年报，国际品牌舒万诺（3M分拆出的独立医疗健康公司）、施乐辉、莫尼克、康维德在全球高端伤口敷料市场的份额占比分别为15%、14%、10%、6%，加总占比接近50%，基本由外资厂商垄断。国内头部高端敷料厂商在产品创新研发、品牌影响力等方面和海外厂商仍存在一定差距，2023年行业国内头部品牌高端伤口护理的相关收入远低于海外品牌，海外企业施乐辉高端伤口护理相关收入为1681百万美元，超过国内该领域龙头企业稳健医疗的15倍，国产替代空间广阔。

图：全球高端伤口护理市场竞争格局



资料来源：施乐辉2023年年报，国信证券经济研究所整理

图：国内外公司高端伤口护理相关收入对比（百万美元）

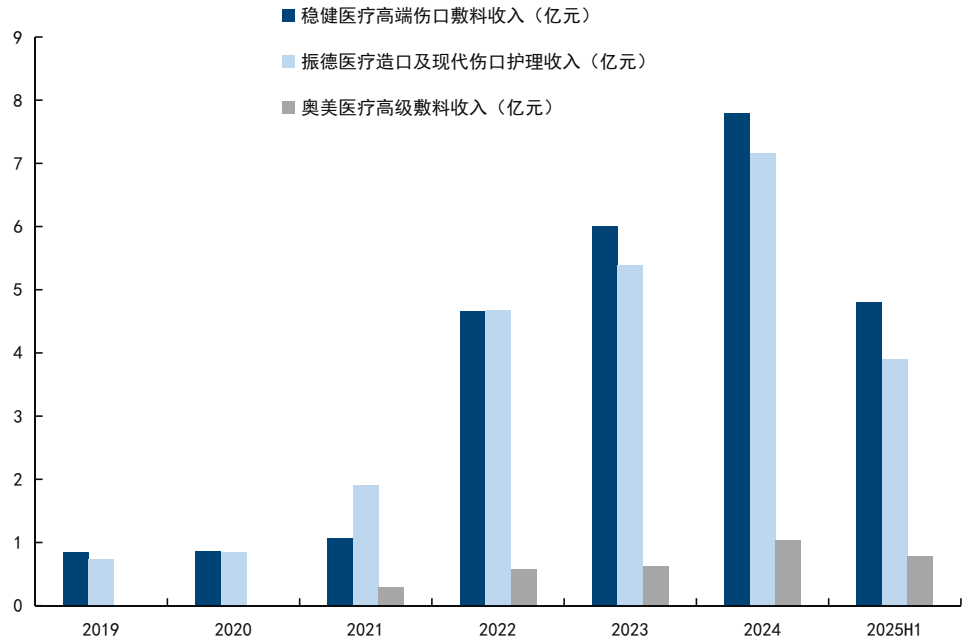


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。 备注：振德医疗收入包含传统敷料产品。

高端敷料：开发多样化敷料产品，可适用于慢病老人护理

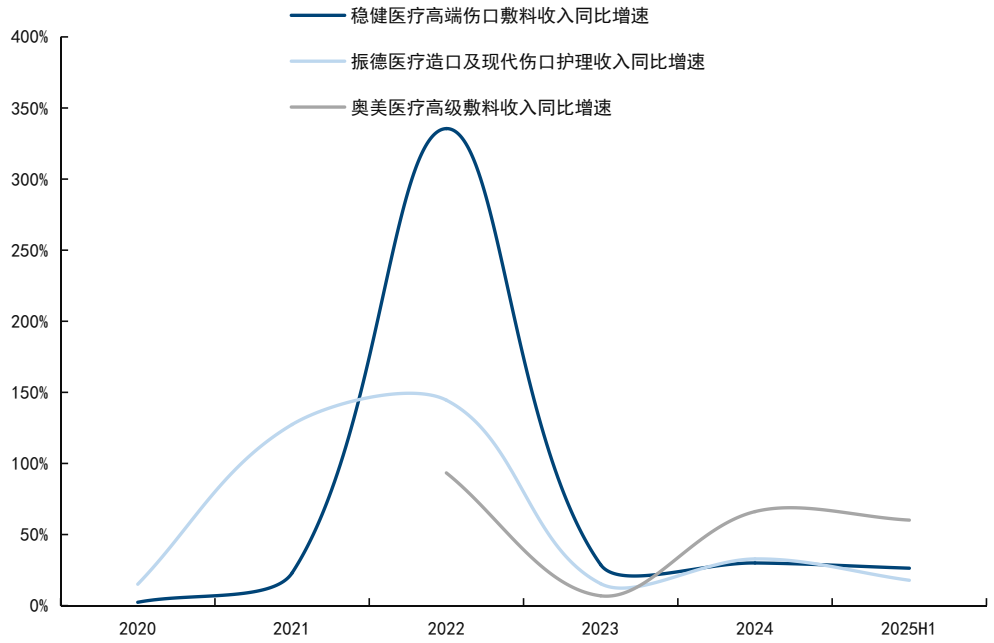
- **近年来稳健和振德等国内医疗企业加大高端敷料业务投入，相关收入实现快速提升，有望抢占海外厂商份额。**近年来国内医疗企业对于高端敷料领域发展更加重视，纷纷加大投入进行收购和布局，相关收入实现快速提升。稳健医疗于2022年收购高端敷料出口OEM企业隆泰医疗后实现加速发展，高端伤口敷料收入从2019年的0.9亿元提升至2024年的7.8亿元，复合增速为40.5%；振德医疗于2021年对高端敷料代工企业上海亚澳进行收购，造口及现代伤口护理收入从2019年的0.7亿元提升至2024年的7.2亿元，复合增速为44.9%；奥美医疗2020年新增高级敷料业务，2024年相关收入为1.0亿元，2021~2023年复合增速为24.6%。国内三家头部医用敷料企业在2025上半年在高端敷料领域表现持续亮眼，稳健/振德/奥美分别实现相关收入同比增长26.3%/17.8%/60.1%，增速均超过15%。

图：国内企业高端敷料业务相关收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。 备注：奥美医疗2020年新增高端敷料业务，2021年公告开始有相关数据；振德医疗、稳健医疗分别在2021、2022年进行高端敷料相关企业收购，因此在相关年份收入增速较高。

图：国内企业高端敷料业务相关收入同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。 备注：奥美医疗2020年新增高端敷料业务，2021年公告开始有相关数据；振德医疗、稳健医疗分别在2021、2022年进行高端敷料相关企业收购，因此在相关年份收入增速较高。

高端敷料：开发多样化敷料产品，可适用于慢病老人护理

- **稳健医疗通过收购和研发创新扩充产品线，在高端敷料国产替代趋势下占领先发优势。**为完善公司战略布局，丰富产品线，拓展国内外渠道，公司于2022年4月收购隆泰医疗55%的股权，该公司主营业务为高端伤口敷料（包括硅胶泡沫、水胶体、硅凝胶、水凝胶、薄膜敷贴及造口等产品）的研发、生产和销售。截至2024年年报报告期末，公司在第二代高端湿性伤口敷料产品线技术布局趋于完善，硅凝胶泡沫敷料已迭代至第四代并正式上市，亲水性纤维敷料成功通过欧盟最新MDR法规CE注册，正式进入欧洲高端医疗敷料市场。医用水凝胶伤口敷料实现量产并成功登陆海外市场，进一步丰富全球产品矩阵。各个产品功能差异化，可满足用户在不同场景的多样化需求。

表：稳健医疗高端伤口敷料在售产品

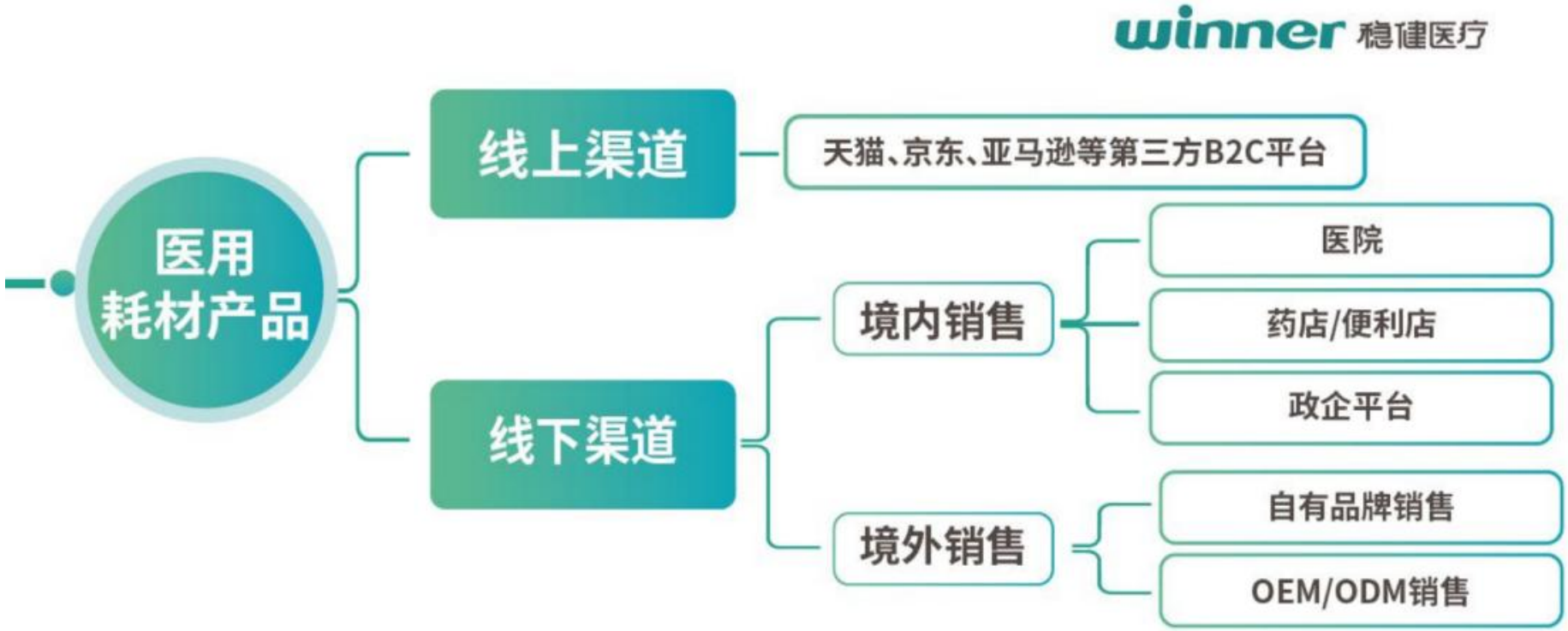
产品名称	样图	功能	医疗器械类别
自粘性硅胶泡沫敷料		吸收创面渗液，利于伤口愈合，不粘连伤口，防止换药时二次伤口伤害	II类14
藻酸盐敷料		适用于中到重度渗出的体表或腔洞型伤口，包括压疮、腿部溃疡、烧烫伤、术后伤口、擦割伤等	II类14
水胶体敷料		用以覆盖伤口、吸收渗液。用于1度及2度烧伤、植体部位、术后创伤和皮肤擦伤。	III类14
硅凝胶疤痕贴		用于辅助改善皮肤病理性疤痕，辅助预防皮肤病理性疤痕的形成，不用于未愈合的伤口。	II类14
接触性创面敷贴		由防水透气薄膜、吸水垫及防粘隔离层构成，供外科体表清创护理时一次性适用	II类14

资料来源：稳健医疗京东官方旗舰店网站、国信证券经济研究所整理

高端敷料：开发多样化敷料产品，可适用于慢病老人护理

- **稳健医疗在医疗耗材领域积累多年行业经验，拥有海内外丰富的渠道资源。**公司实现多种渠道销售，线上国内通过天猫、京东，海外通过亚马逊等第三方B2C平台进行销售，线下渠道方面截至2025年上半年末，公司以广泛深入到国内医疗机构，覆盖二十三万家零售药店。国外医疗业务的客户和经销商已覆盖日本、欧洲、美国等上百余个国家，凭借公司在业内多年的积累，树立了优质的企业形象，形成了良好的口碑，累积了丰富的渠道资源。

图：稳健医疗医用耗材产品销售渠道

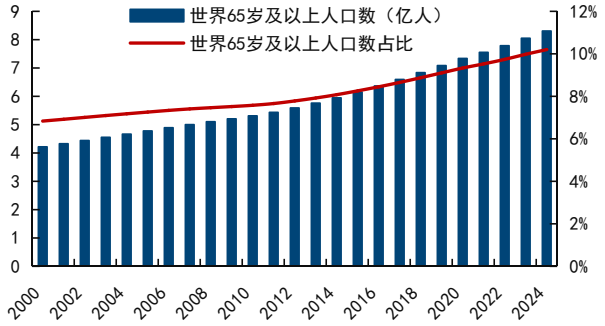


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成人护理：“轻肤理”子品牌提供成人失禁方案

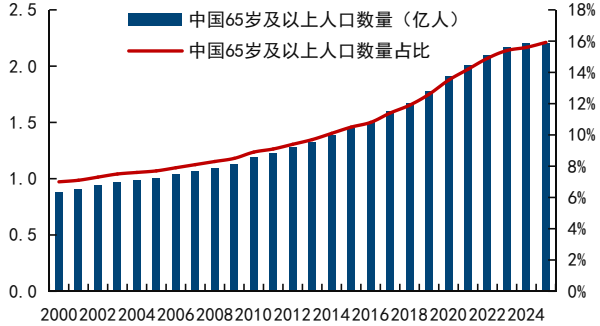
- **人口老龄化加剧情况下成人护理用品需求增加，市场规模增长空间广阔。**全球人口老龄化程度逐步加深，65岁以上人口增长提速，从2000年的6.8%增加至2024年的10.2%，2024年全球该年龄段总人口数量达到8.3亿人；中国老龄化程度相对更高，且未来老年化将进一步加剧，截至2025年，中国65岁以上老年人人口为2.2亿人，占总人口比例15.9%。随着人口老龄化加剧，对于成年纸尿裤、护垫等产品的需求将进一步增加。根据Cognitive Market Research测算，2023年全球和中国的成年纸尿裤行业市场规模分别为152.5和15.8亿美元，预计2023~2020年复合增长率较高，分别为6.8%和8.3%，到2030年市场规模分别达到241.7和27.6亿美元。

图：全球65岁及以上人口数量及占比



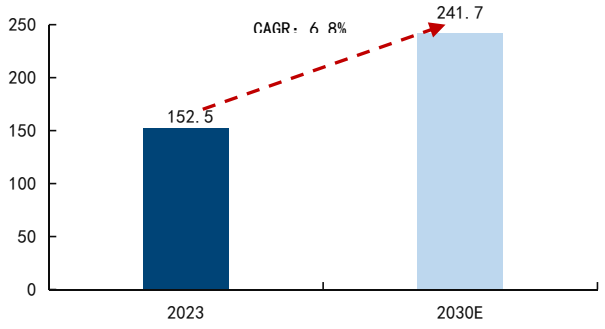
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国65岁及以上人口数量及占比



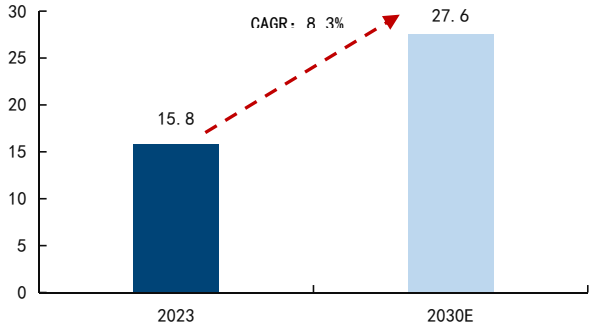
资料来源：公司公告、民政部、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：全球纸尿裤市场规模（亿美元）



资料来源：Cognitive Market Research，国信证券经济研究所整理

图：中国成人纸尿裤市场规模（亿美元）

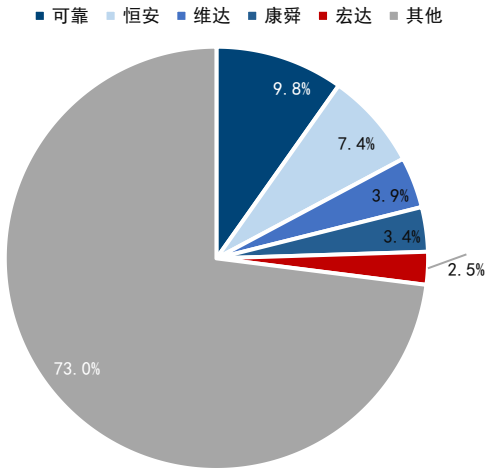


资料来源：Cognitive Market Research，国信证券经济研究所整理

成人护理：“轻肤理”子品牌提供成人失禁方案

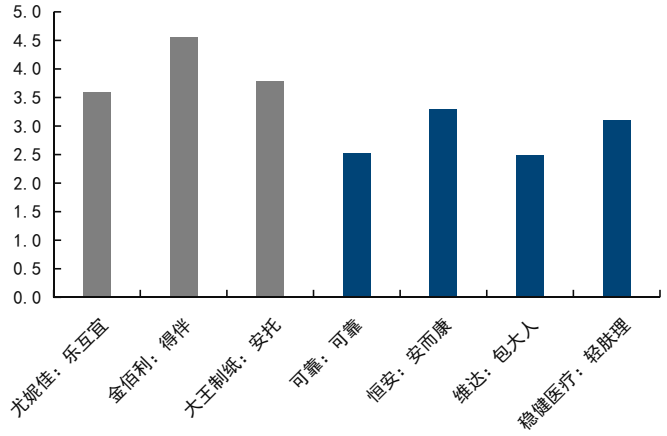
- **中国成人失禁行业集中度较低，本土品牌具有价格优势占据更高市场份额。**外资品牌每片纸尿裤的价格集中在3.5元以上，包括尤妮佳旗下乐互宜、金佰利旗下的得伴、日本大王制纸旗下的安托等品牌，而本土品牌相对来说价格更优惠，单包每片均价集中在2.5~3.5元1片，包括可靠、安而康、维达旗下的包大人、以及稳健医疗的轻肤理等。中国消费者在选择成人失禁产品时更偏好更具性价比的国内品牌，2022年中国市场的头部成人失禁行业以本土企业为主，可靠/恒安/维达/康舜/宏达的市场份额分别占到9.8%/7.4%/3.9%/3.4%/2.5%，份额汇总为27%,行业集中度较低。根据天猫、京东、抖音第三方平台统计，国内品牌中成人纸尿裤销售额上可靠、安而康、包大人表现较好，单月销售额都在千万级，周大人、老来福的月销售额在百万级，稳健医疗旗下的轻肤理品牌目前规模较小，每月销售额近一年在65~142万浮动；国际品牌整体销售额较低，其中乐互宜表现最好，单月销售额在百万级，其他国际品牌的表现相对较弱，近一年每月销售额基本在百万元以内。

图：成人失禁行业竞争格局



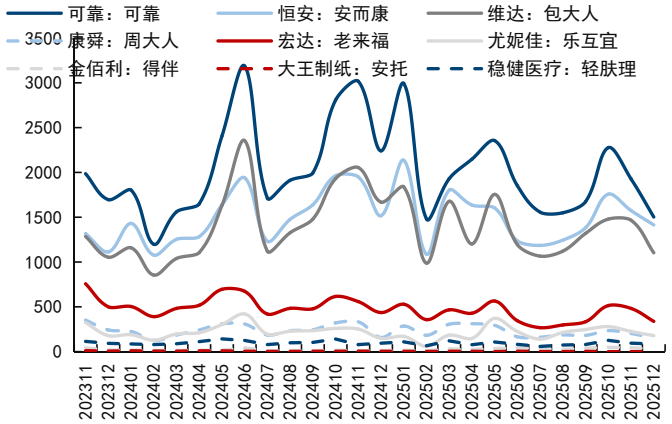
资料来源:华经情报网，国信证券经济研究所整理

图：各品牌单包每片成人纸尿裤均价（元）



资料来源：淘宝各品牌官方网站，国信证券经济研究所整理

图：各品牌天猫+京东+抖音平台月度销售额（万元）



资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理

成人护理：“轻肤理”子品牌提供成人失禁方案

- **稳健医疗推出“轻肤理”成人护理品牌，材质安全、价格优惠，将有机会在成人失禁行业中获得市场份额。**公司依托与30年医疗品质基因，2020年7月推出成人失禁护理品牌“轻肤理”，以解决失禁用户的安全、天然和医护痛点，研发打造出让用户认可的失禁护理产品。品牌产品采用100%天然全棉表层，提高穿着舒适度和安全性，并针对不同失禁程度的用户研发吸水程度、样式不同的纸尿裤，以满足用户的差异化需求，并开发护理垫作为护理伴侣进行销售，针对有自理能力的中度失禁群体推出拉拉裤，针对卧床不起的中重度失禁人群也有加厚棉芯的纸尿裤产品，此外，公司还为轻度失禁用户开发出行裤和护理巾，更加轻薄贴身。

表：稳健医疗轻肤理品牌主要产品

产品名称	样图	产品介绍
成人纸尿裤		有轻薄双芯、云柔亲肤、超值plus成人纸尿裤可供选择，还有云柔亲肤、超值plus成人拉拉裤，均采用100%天然全棉面层，针对不同程度的失禁人群，吸收量、穿着体感有所不同，可满足用户差异化需求
成人护理垫		作为护理伴侣，护理垫产品采用100%天然全棉面层、不含荧光增白剂、创新3D蜂窝压花、拒水抗水底膜
出行裤		适合轻度失禁，100%天然全棉面层、创新无橡筋腰围、薄至0.2cm芯、隐形贴身
护理巾		适合轻度失禁，100%天然全棉面层、创新无橡筋腰围、薄至0.2cm芯、隐形贴身

资料来源：稳健医疗京东官方旗舰店网站、国信证券经济研究所整理

成人护理：“轻肤理”子品牌提供成人失禁方案

- **轻肤理品牌起步虽晚，可依托公司在业内的口碑和渠道资源实现更快发展。**国内头部本土成人失禁品牌起步较早，可靠股份从2008年开始从ODM模式转型成立自主品牌可靠；包大人从1993年就开始起步，并于2016年加入维达。相较于其他品牌，稳健医疗起步的时间较晚，2020年才正式成立轻肤理，整体销售规模和头部品牌还有一定差距。虽然起步较晚，但品牌可依托公司两大品牌的渠道资源和口碑可以更快地获得消费者的信任并打开品牌知名度。公司拥有30年的医疗品牌基因，在院线、药店等渠道资源丰富，全棉时代通过100%棉花产品以及对消费者的材质教育逐渐获得了业内的良好口碑。目前轻肤理品牌成人失禁产品在全棉时代以及稳健医疗官方旗舰店均有上线。

表：轻肤理品牌在全棉时代和稳健医疗天猫旗舰店进行销售



资料来源：稳健医疗、全棉时代天猫官方旗舰店，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

成人服饰：全棉安全品质获得消费者青睐，近年来高速增长

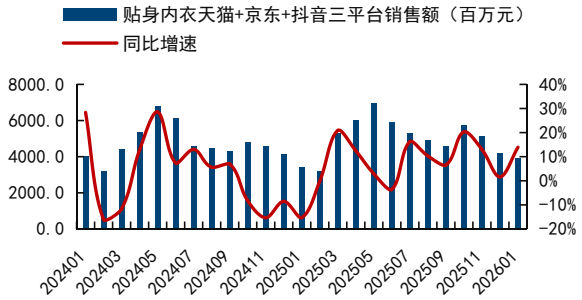
- **中国服装市场规模较大，行业竞争激烈，整体集中度较低。**根据国家统计局，2024年中国规模以上服饰工业企业的营业收入超过1.2万亿元。细分领域来看，根据天猫、京东、抖音第三方平台数据统计，2024年睡衣家居服和贴身内衣行业三平台汇总销售额分别为247和566亿元，市场容量广阔。当前竞争格局较为分散，行业集中度较低。睡衣家居服行业市场份额前五的品牌分别为猫人/蕉内/芬腾/南极人/恒源祥，市场份额分别为5.7%/3.3%/3.0%/2.8%/2.3%，加总市场份额不超过18%。贴身内衣行业市场份额前五的品牌依次分别为猫人/Ubras/南极人/蕉内/草本初色，市场份额分别为4.6%/3.2%/2.5%/2.3%/2.1%，加总市场份额不超过15%。全棉时代以提供健康、安全、环保、舒适的衣物为卖点，在睡衣家居和贴身内衣领域的份额实现了一定累积，分别占到0.5%和0.3%。

图：全球65岁及以上人口数量及占比



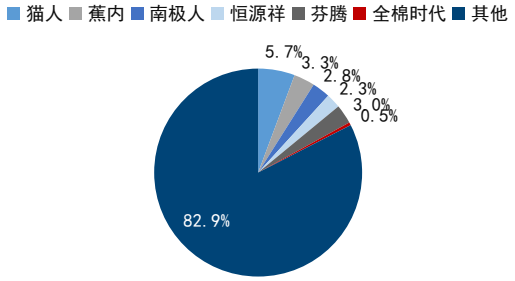
资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理

图：中国65岁及以上人口数量及占比



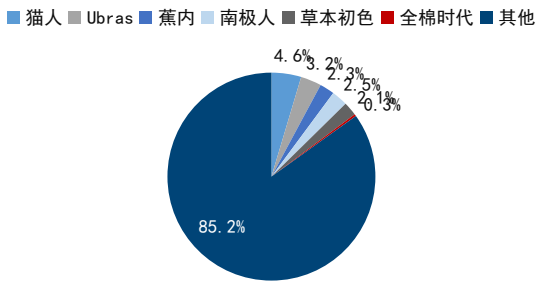
资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理

图：全球纸尿裤市场规模（亿美元）



资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理。 备注：按照2024年线上天猫+京东+抖音销售额口径进行统计

图：中国成人纸尿裤市场规模（亿美元）

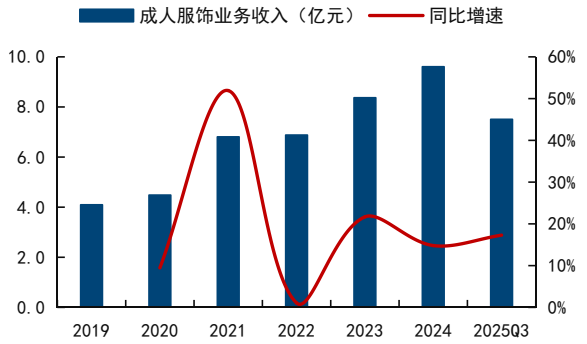


资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理。 备注：按照2024年线上天猫+京东+抖音销售额口径进行统计

成人服饰：全棉安全品质获得消费者青睐，近年来高速增长

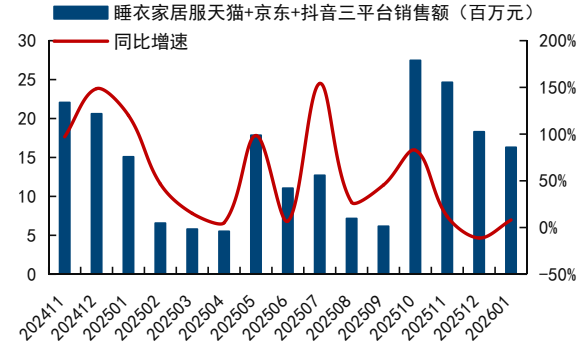
- **全棉时代把握了消费者对于材质安全、健康、舒适的服装需求，近年来成人服饰业务收入实现高速增长。**随着中国消费者生活品质的提升，消费者在购买服装时不仅关注款式，也将舒适、安全和质量考量作为重要的选择标准。全棉时代成人服饰业务主要产品有成人家居服、外出服、内衣内裤等，产品以自然舒适的体感，相对简单的基础款设计为卖点，顺应了国内消费观念的转变，采用环保安全的棉花作为材料，具有很好的透气性和吸湿性、能够减少过敏等皮肤问题的发生，带给消费者更好的穿着体验。随着品牌用户心智的提升，品牌的忠实粉丝增加，近年来销售实现高速增长，成人服饰业务2019~2024年收入复合增速为18.6%，2024年达到9.6亿元。细分领域来看，根据第三方平台数据统计，全棉时代天猫+京东+抖音三平台睡衣家居服、贴身内衣、男女装销售额分别为113.4、181.9、64.9百万元，其中贴身内衣、睡衣家居服增速表现尤为突出，近月来保持高速增长，2025年10-2026年1月在三平台的销售额分别同比增长19.1%和29.1%，产品得到了消费者的认可和追捧。

图：全棉时代成人服饰业务收入（亿元）



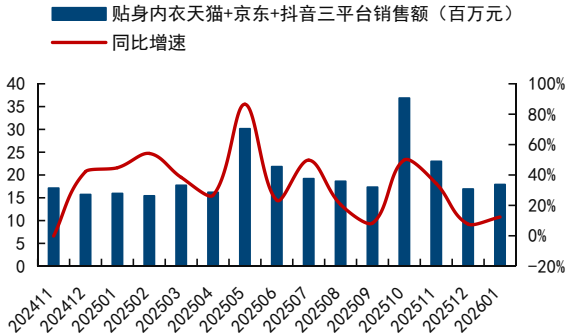
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代睡衣家居服三平台销售额



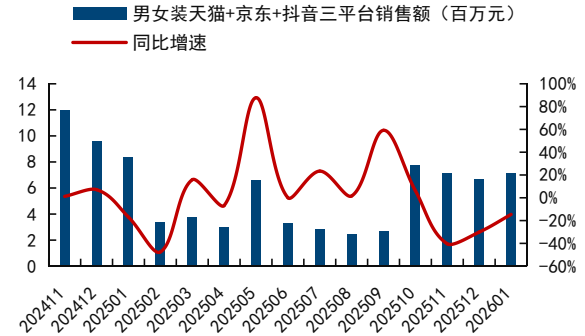
资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代贴身内衣三平台销售额



资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代男女装三平台销售额



资料来源：天猫、京东、抖音第三方平台，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

成人服饰：全棉安全品质获得消费者青睐，近年来高速增长

- **以用户为中心打造产品，深度匹配消费者需求。**针对南北方的不同天气，全棉时代上新秋冬家居服，分别为南方和北方设计不同产品，为有供暖的北方地区创新“暖棉棉”面料，双层纱布家居服主打轻盈透气与亲肤适配，为非供暖的南方地区推出三重保暖家居服方案，兼顾御寒与轻盈。面对消费者对于贴身衣物安全性的重视，全棉时代推出采取100%棉白里裆的内裤，全棉材质具有天然抗菌性，5A级抗菌裤可面对水洗100次的长效抗菌，品牌针对女性身形特点打造包臀裤，360度立体贴合，带来舒适的穿着体验。

图：全棉时代针对南北方不同天气推出家居服



资料来源：全棉时代官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代贴身内裤满足消费者抗菌需求

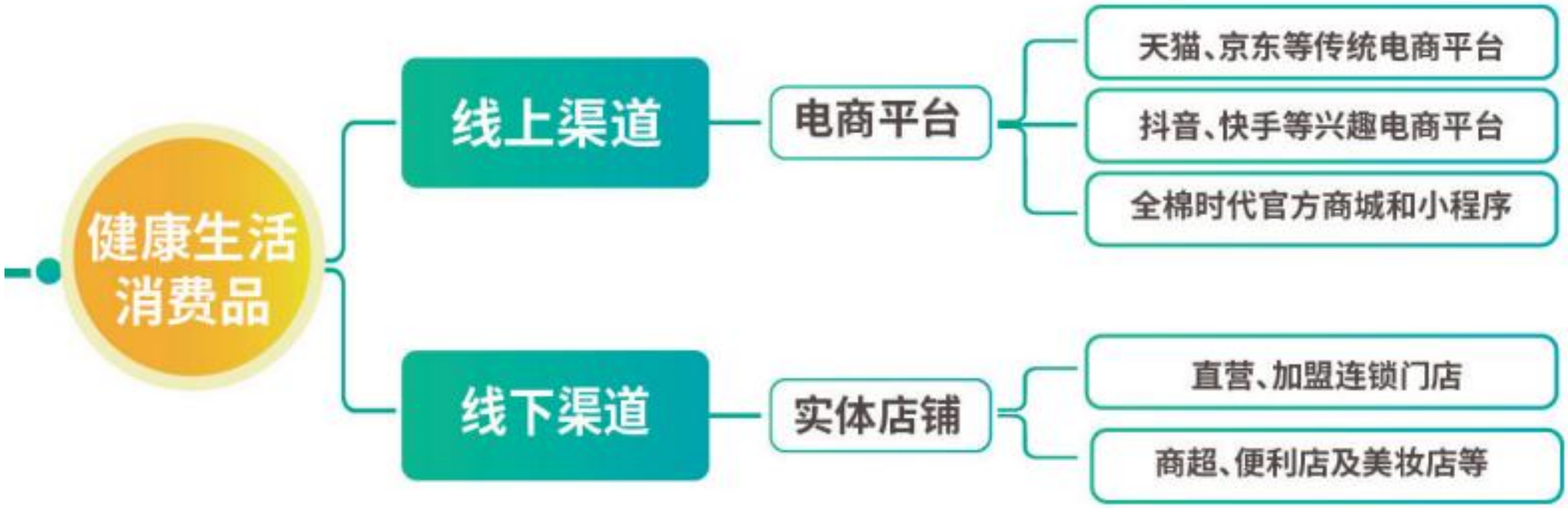


资料来源：全棉时代官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

成人服饰：全棉安全品质获得消费者青睐，近年来高速增长

- **线上线下深度融合，打造全渠道零售模式。**公司洞察线上线下全渠道融通的发展趋势，将渠道资源进行深度优化整合，打通了线下门店、商超店铺和线上小程序以及传统和兴趣电商平台的销售。线下消费者可通过线上渠道满足后续消费需求，线上消费者亦可通过线下渠道进一步获得产品信息和服务体验，渠道间相互引流，线上及线下流量得到有效沉淀。截至2025年6月30日，全棉时代已在全国100余个重点城市的中高端购物中心开设了484家线下门店，有利于树立优质的品牌形象，建立和消费者沟通的桥梁。品牌签约孙颖莎、赵丽颖、郭晶晶作为代言人，宣传效果良好，凭借优质的产品在业内获得良好的口碑，截至2025年6月30日，全棉时代全域会员人数近6700万人，2024年末私域注册会员约2900万（门店1400万，官网/小程序1500万）。

表：稳健医疗消费品销售渠道



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

目录

01 运动服饰：日本老龄化社会运动鞋服消费坚挺，大众运动产业逆势增长

02 稳健医疗：适老化产品提供健康护理方案，高品质纯棉服饰获得青睐

03 投资建议：关注运动产业和适老用品产业的老年经济发展机会

投资建议：关注银发经济下运动产业和适老用品发展机会

- 随着中国老龄化程度逐步加深，银发经济正成为消费市场的重要增长引擎。参照日本经验，经济低迷与老龄化背景下，运动鞋服消费展现出强劲韧性，居民健康意识驱动运动参与率持续提升。中国市场呈现相似趋势，近年来运动鞋服在服饰消费中占比持续提升，我们看好国产大众运动品牌全年龄段、广覆盖的客群结构，一方面，面向年轻群体，依托国潮与时尚潮流属性，满足个性化穿搭、运动社交等多元需求，具备较强消费黏性；另一方面，伴随健康老龄化趋势，银发经济成为重要增量，中老年客群对舒适、实用型运动装备的需求稳步提升，市场空间广阔。
- 个股方面：重点推荐产品竞争力强和奥运荣誉心智加持的**李宁**、多品牌矩阵引领轻奢运动需求的**安踏体育**、专业跑步产品质价比高的**特步国际**和**361度**；此外建议关注高品质纯棉消费品心智占有率高、高端医用敷料规模领先、拓展适老化产品线的**稳健医疗**。

可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（RMB）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2331.HK	李宁	优于大市	20.9	514	1.17	1.01	1.08	17.9	20.6	19.3
2020.HK	安踏体育	优于大市	78.8	2099	5.58	4.72	4.98	14.1	16.7	15.8
1368.HK	特步国际	优于大市	5.0	133	0.44	0.50	0.53	11.3	9.9	9.4
1361.HK	361度	优于大市	5.3	104	0.56	0.60	0.65	9.5	8.7	8.0
300888.SZ	稳健医疗	优于大市	35.0	202	1.19	1.71	1.99	29.3	20.5	17.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的EPS预测来自彭博一致预期

风险提示

1. 消费行业持续承压；
2. 行业竞争环境恶化；
3. 价格战影响企业利润；
4. 品牌出现公共舆情事件影响品牌力。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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中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