

深耕成人失禁赛道，龙头困境反转

投资要点

- 核心逻辑:** 1) 成人失禁用品行业成长性较强，目前国内渗透率仅 6-7%左右，远低于欧美等发达国家 50-80%水平，行业每年保持双位数增长，品类渗透率有望持续提升；2) 成人失禁用品行业格局分散，2021 年行业 CR5 测算为 16%，消费者对产品品质要求高，具备一定品牌粘性，国产品牌由于性价比突出、渠道布局精细，市场份额有望提升；3) 可靠股份品牌认知度良好，高中低品牌矩阵完善，市占率行业领先，23 年公司规划发力线下渠道，KA、经销等传统线下渠道稳健投放，自主品牌有望保持高于行业增长；ODM 方面公司加强与海内外客户沟通，新客户洽谈顺利，预计较快贡献业绩增量。
- 公司概况:** 公司为成人卫生用品的头部品牌商，以成人卫生用品自主品牌+ODM 婴儿卫生用品双轮驱动。自主品牌方面，公司旗下有“coco 可靠”、“吸收宝”、“安护士”等品牌，市占率行业领先，近年自主品牌保持双位数稳定增长，品牌认知度较高；ODM 方面，业务以婴儿护理用品为主，客户主要为 JS（菲律宾品牌）、杜迪（合生元旗下）及国内新兴母婴平台，与客户合作关系稳定，23 年新拓展客户规模可观，整体基本面改善确定性强。
- 行业格局:** 成人失禁用品赛道兼具短期催化和长期成长性，竞争格局分散。成人卫生用品目前处于成长初期消费者教育阶段，渗透率 6-7%左右，远低于欧美等发达国家 50-80%水平，行业近几年复合增速在 15-20%，行业格局分散。由于消费者对产品品质仍有较高要求，性价比消费占据主流，品牌复购率高，头部厂商成本控制能力更强，行业有机会诞生高市占率品牌。短期看疫情放开后，产品刚需消费者基本盘扩大，另一方面产品认知度提升，渗透率有望加速增长。中长期来看，成人卫生用品市场空间充足，对标海外成熟市场，有望达到千亿以上市场规模。
- 公司分析:** 可靠股份为行业市占率领先的品牌商，22 年公司基本面触底，23 年基本面改善确定性高。自主品牌方面，公司品牌市占率行业领先，23 年公司规划发力线下渠道，KA、经销等传统线下渠道稳健投放，预计自主品牌增速高于行业平均水平。ODM 方面，出入境放开后公司与海内外客户加强沟通，新拓客户包括蜜芽、宝宝树等，预计较快开始试产并贡献增量弥补 2022 年下滑缺口。成本端来看，绒毛浆占原材料比例较高，预计伴随浆价下行，盈利能力仍有改善空间。
- 盈利预测与估值:** 预计 2023-2024 年 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元，对应 PE 分别为 29 倍、21 倍。考虑到公司品牌力强，成人卫生用品渗透率有望提升，给予 2024 年 30 倍估值，对应目标价 16.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、品类渗透率提升不及预期的风险、渠道扩张进展不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1186.40	1226.72	1497.35	1802.88
增长率	-27.44%	3.40%	22.06%	20.40%
归属母公司净利润(百万元)	39.75	-39.50	107.97	150.04
增长率	-81.43%	-199.38%	373.35%	38.97%
每股收益EPS(元)	0.15	-0.15	0.40	0.55
净资产收益率 ROE	2.62%	-2.75%	6.95%	8.79%
PE	80	-80	29	21
PB	2.24	2.31	2.14	1.94

数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.72
流通 A 股(亿股)	0.97
52 周内股价区间(元)	10.08-14.67
总市值(亿元)	31.73
总资产(亿元)	20.17
每股净资产(元)	5.31

相关研究

目 录

1 公司概况：公司为成人卫生用品的头部品牌商，以成人卫生用品自主品牌+ODM 婴儿卫生用品双轮驱动	1
1.1 成人卫生用品优质品牌商，品牌矩阵完备.....	1
1.2 自主品牌+ODM 双轮驱动，基本面有望底部改善.....	2
2 行业分析：成人失禁用品赛道兼具短期催化和长期成长性，竞争格局分散	6
2.1 行业渗透率仍低，品类增长空间充足.....	6
2.2 国内竞争格局分散，国产性价比品牌市占率较高.....	7
3 公司分析：市占率领先的品牌商，基本面有望底部改善	9
3.1 品牌认可度较高，产品功能性齐全.....	9
3.2 电商基本盘稳固，线下仍有扩展空间.....	10
3.3 规模优势有望逐步彰显，原材料成本仍有下行空间.....	11
3.4 ODM 大客户合作稳定，新客户有望逐步放量.....	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 相对估值.....	14
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司部分产品图示.....	1
图 2: 公司发展历程图.....	2
图 3: 公司股权结构图.....	2
图 4: 2017-2022 前三季度公司营业收入及增速.....	3
图 5: 2017-2022 前三季度公司归母净利润及增速.....	3
图 6: 2018-2021 年自主品牌/ODM 业务收入及增速.....	3
图 7: 2017-2022H1 公司分产品收入 (百万元).....	4
图 8: 2017-2022H1 公司内外销收入 (百万元).....	4
图 9: 2017-2022 前三季度毛利率及净利率.....	5
图 10: 2017-2022H1 分产品毛利率.....	5
图 11: 2017-2022 前三季度各项费用率.....	5
图 12: 2017-2022 前三季度 ROE 及拆分.....	5
图 13: 成人卫生用品行业规模.....	6
图 14: 我国成人失禁用品消费量.....	6
图 15: 2020 年各国 65 岁以上老人人均使用成人失禁用品金额 (美元/年).....	7
图 16: 2020 年中外成人失禁产品市场渗透率.....	7
图 17: 国内成人失禁用品量价拆分.....	8
图 18: 发达国家成人失禁用品补贴政策.....	8
图 19: 2021 年成人失禁产品各品牌市占率.....	8
图 20: 2021 年各国成人卫生用品品牌 CR5.....	8
图 21: 可靠不同产品适用范围.....	10
图 22: 中国成人失禁用品特渠市场规模.....	11
图 23: 中国成人失禁用品线上/线下渠道份额.....	11
图 24: 各品牌成人失禁用品毛利率.....	11
图 25: 2020 年公司各项原材料占比.....	12
图 26: 针叶浆主流价格走势 (元/吨).....	12
图 27: 华南 SAP 周度均价 (元/吨).....	12

表 目 录

表 1: 公司前五大 ODM 客户收入金额 (百万元)	3
表 2: 国内成人卫生用品市场空间测算	7
表 3: 各品牌成人纸尿裤定价梳理	9
表 4: 可靠及竞品高中低品牌定位和定价	10
表 5: 各渠道收入及增速拆分 (百万元)	10
表 6: 单片价格和成本拆分	11
表 7: 公司 ODM 业务拆分表	12
表 8: 公司收入成本拆分	13
表 9: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：公司为成人卫生用品的头部品牌商，以成人卫生用品自主品牌+ODM 婴儿卫生用品双轮驱动

1.1 成人卫生用品优质品牌商，品牌矩阵完备

杭州可靠护理用品股份有限公司设立于 2011 年，前身为成立于 2001 年的杭州侨资纸业股份有限公司。公司专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，采用“ODM+自主品牌双轮驱动”的发展模式。公司的主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品以及因疫情新开发的口罩产品。目前，公司 ODM 业务以婴儿护理用品为主，致力于精品高端制造；自主品牌领域，主打成人失禁用品，旗下有“coco 可靠”、“吸收宝”、“安护士”等定位明确品牌，产品覆盖高、中、低各个市场定位，在同类市场竞争中处于领先地位。公司产品畅销国内外市场，荣获生活用纸委员会评选的 2018 年度中国婴儿纸尿裤行业 10 强企业、2018 年度中国成人失禁用品行业 10 强企业。

图 1：公司部分产品图示

品牌	品牌介绍	主要产品示例
	公司在成人失禁用品领域的高端自有品牌，拥有成人纸尿裤、拉拉裤、尿片、护理垫、妇婴两用巾、医用护理垫等多种产品和型号。同时，公司分别专为亚洲女性和男性设计开发失禁护理高端产品——隐形吸水巾、男士专用吸水垫。	
	公司在成人失禁用品领域的精品自有品牌，拥有成人纸尿裤、拉拉裤、护理垫、纸尿裤等多种产品和型号。	
	公司在一次性卫生用品领域的大众自有品牌，主要为成人失禁用品。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

2001 年公司前身杭州侨资纸业股份有限公司成立，最初以 ODM 业务为主。2008 年公司开始发展自主品牌，并开始着手布局成人失禁产品，为国内较早切入成人失禁领域的企业。2011 年杭州可靠护理有限公司成立，金利伟为公司主要股东。2012 年公司开始将自主品牌渠道拓展至电商领域，探索线上销售模式。2015 年公司电商渠道销售收入占自主品牌收入比例达 50%，取得明显增长。2021 年公司于深交所创业板上市。

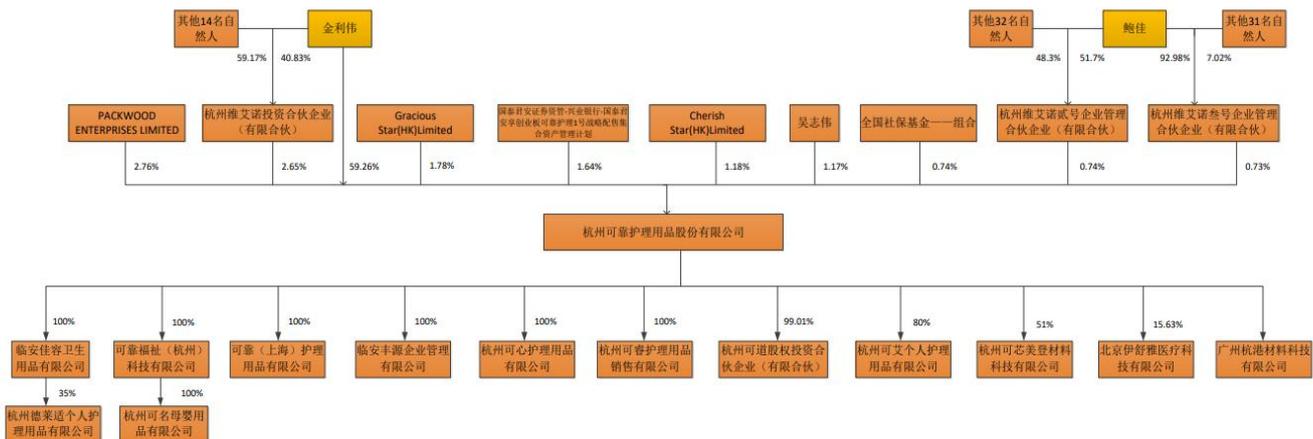
图 2：公司发展历程图



数据来源：公司报告，西南证券整理

公司股权结构集中，股权激励充分。公司控股股东金利伟直接持有公司 59.3% 股份，金利伟及其配偶鲍佳为公司实际控制人，二人直接和间接控制公司的股权比例合计 60% 以上，股权集中，利于公司战略制定和决策执行。实控人、公司高级管理层、骨干员工通过持股平台唯艾诺、唯艾诺贰号和唯艾诺叁号合计持有公司股份 4.1%，股权激励充分。

图 3：公司股权结构图



数据来源：同花顺，西南证券整理

1.2 自主品牌+ODM 双轮驱动，基本面有望底部改善

收入端近两年受口罩及 ODM 业务波动影响较大，2023 年有望轻装上阵。2017-2020 年公司营业收入从 7.9 亿元增长至 16.4 亿元，复合增长率为 27.6%，2021 年实现收入为 11.2 亿元，同比下降 27.4%，主要原因为：1) 受国内出生率下降的影响，公司内销 ODM 客户婴儿护理用品相关收入下降；2) 疫情逐步好转，口罩销售收入下降。2022 年前三季度公司实现营业收入 8.5 亿元，同比下降 2%，降幅有所收窄。净利润来看，2017-2020 年公司归母净利润从 0.4 亿元增长至 2.1 亿元，复合增长率为 73.8%，2021 年归母净利润为 0.4 亿元，同比下降 81.4%，2022 年前三季度归母净利润为 0.1 亿元，同比下降 78.1%，主要受原材料高位和产能利用率影响。

图 4：2017-2022 前三季度公司营业收入及增速

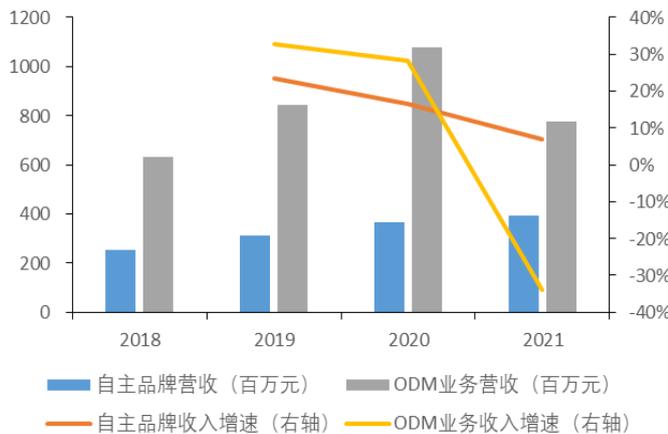

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2017-2022 前三季度公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

自主品牌成人卫生用品+ODM 婴儿/宠物卫生用品双轮驱动，自主品牌收入稳健增长。

公司自主品牌主要为成人卫生用品，包括可靠、吸收宝、安护士三个品牌，覆盖高中低端消费群体。公司 ODM 产品主要为婴儿卫生用品和宠物卫生用品，主要大客户为 JS（菲律宾品牌）、杜迪（合生元旗下，主做内销）、百诺恩（国内微商品牌）、KOHANAN（日本连锁超市，主要合作宠物卫生用品）。2018-2021 年公司自主品牌收入从 2.5 亿元增长至 3.9 亿元，复合增长率为 16%，自主品牌增速稳健；ODM 业务从 6.3 亿元增长至 7.8 亿元，复合增长率为 7.4%。

图 6：2018-2021 年自主品牌/ODM 业务收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司前五大 ODM 客户收入金额（百万元）

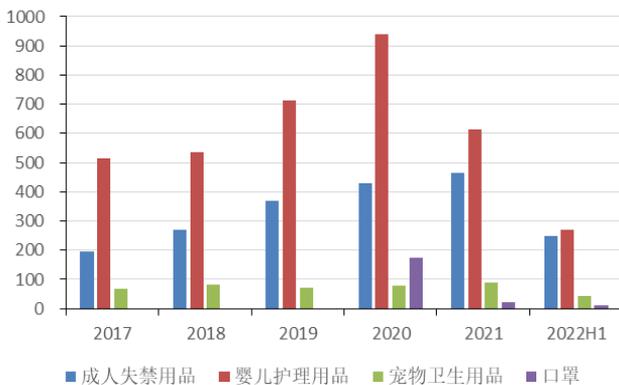
公司前 5 大客户	2018	2019	2020	2021
JS UNITRADE MERCHANDISE, INC	332.2	403.2	567.1	481.0
占比	36.7%	34.4%	34.7%	40.5%
广州杜迪婴幼儿护理用品有限公司/合生元	92.3	150.1	230.4	99.3
占比	10.2%	12.8%	14.1%	8.4%
万邦（汕头）健康科技有限公司/百诺恩	73.5	109.8	114.4	
占比	8.1%	9.3%	7.0%	

公司前 5 大客户	2018	2019	2020	2021
北京京东世纪贸易有限公司	60.1	82.4	89.8	90.3
占比	6.6%	7.0%	5.5%	7.6%
AUTOBEST MANUFACTURING COMPANY			96.5	
占比			5.9%	
KOHNAN SHOJI CO., LTD.	74.3	59.2		75.2
占比	8.2%	5.1%		6.3%
杭州沐歆品牌管理有限公司				25.6
占比				2.2%
前五大客户合计占比	69.8%	68.5%	67.2%	65.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

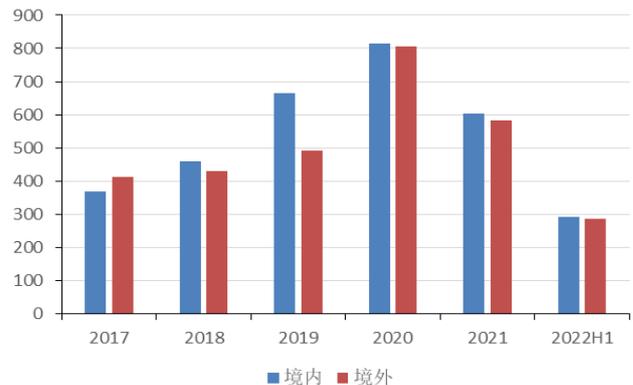
成人失禁产品收入规模持续扩张，婴儿卫生用品规模受国内出生率下降及大客户影响波动较大。公司主营产品有成人失禁用品、婴儿护理用品、宠物卫生用品以及口罩，成人失禁产品占收入比重逐渐增长。1) 2017-2021 年公司成人失禁产品收入从 2 亿元增长至 4.6 亿元，复合增长率为 23.1%，2022 年 H1 实现收入 2.5 亿元，同比增长 13.6%；2) 2017-2020 年公司婴儿用品收入呈现增长趋势，复合增速 22.2%，2021 年婴儿用品收入为 6.1 亿元，同比下降 53.4%，主要由于国内出生率下降，内销大客户规模收缩；3) 2020 年公司口罩收入 1.7 亿元，2021 年下降至 0.2 亿元；4) 2017-2021 年宠物卫生用品收入从 0.7 亿元增长至 0.9 亿元，复合增长率为 6.5%。分地区来看，2021 年公司境内/外收入分别为 6 亿/5.8 亿元，同比下降 36.7%/39.7%。

图 7：2017-2022H1 公司分产品收入（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2017-2022H1 公司内外销收入（百万元）

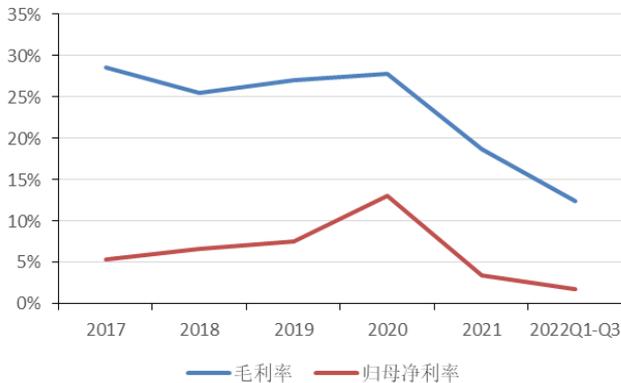


数据来源：公司公告，西南证券整理

受原材料价格上行及产能利用率不足影响，盈利能力暂时承压。公司采购的主要原材料为无纺布、木浆、复合芯体、高分子、PE 膜等，其中木浆和无纺布成本占比最高。2017-2020 年公司毛利率维持 25% 以上，2021 年及 2022 年前三季度毛利率出现下降，主要由于收入准则变化，部分运输费用从销售费用转计成本，以及 21-22 年木浆、高分子等原材料价格大幅上涨，同时 2020 年公司高毛利（70%）口罩业务收入减少。2021 年公司毛利率/净利率分别为 18.6%（-9.2pp）/3.4（-9.7pp），2022 年前三季度毛利率/净利率分别 12.4%/1.7%。分产品来看，收入准则变化后，成人失禁用品的常态毛利率在 20-25%；婴儿卫生用品 ODM 毛利率较为稳定，在 18-20%；口罩业务毛利率较高，在 70% 以上。2022 年由于公司产能

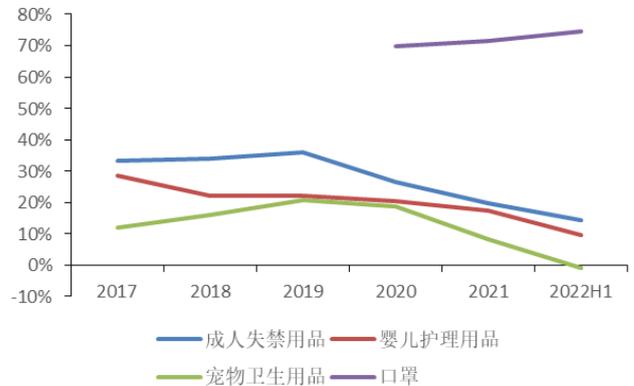
利用率不足，公司计划对机器设备计提减值准备金额约 5300 万-7000 万，归母净利润亏损 3700-5400 万元。

图 9：2017-2022 前三季度毛利率及净利率



数据来源：公司公告，招股说明书，西南证券整理

图 10：2017-2022H1 分产品毛利率

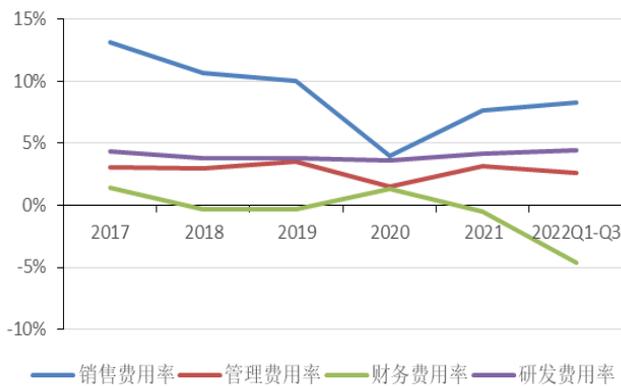


数据来源：公司公告，招股说明书，西南证券整理

2017-2021 年公司总体费用率保持稳定，其中财务费用率和销售费用率下降幅度较大，分别从 1.4%/13.2% 下行至 -0.5%/7.6%，财务费用率下降主要原因为：1) 汇兑损失减少，2) 随着募集资金逐步到位，利息收入增加。销售费用率下降主要因为会计准则变更，将运输费从销售费用转出计入营业成本。公司管理费用率和研发费用率总体保持稳定。2022 年前三季度销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.3%/2.6%/-4.6%/4.5%。

受产能利用率不足以及成本上升影响，ROE 短暂承压，有望伴随经营改善迎来修复。2017-2020 年 ROE 从 9.7% 增长到 42.3%，与行业平均水平接近，2021 年出现下降为 3.9%。拆分来看，2021 年公司权益乘数从 2.5 下降至 1.8，主要由于 IPO 后所有者权益金额增加；归母净利润率从 13.1% 下行至 3.4%；受产能利用率不足影响，2021 年总资产周转率从 1.3 下降至 0.7，2022 年前三季度下降至 0.4。

图 11：2017-2022 前三季度各项费用率



数据来源：公司公告，可靠招股说明书，西南证券整理

图 12：2017-2022 前三季度 ROE 及拆分



数据来源：公司公告，可靠招股说明书，西南证券整理

2 行业分析：成人失禁用品赛道兼具短期催化和长期成长性，竞争格局分散

2.1 行业渗透率仍低，品类增长空间充足

成人卫生用品在国内仍处于发展初期，市场规模稳步增长。成人卫生用品主要包括成人纸尿裤/纸尿片、护理垫等，主要消费人群为有失禁现象及长期卧床或行动能力不足的失能人群，成人卫生用品的使用可有效改善患者的生活品质、提高护工的护理效率。2015-2020年成人卫生用品零售市场规模从60亿元增长至115亿元，复合增长率达到18%，根据测算2022年行业规模预计达到135亿元，但整体规模仍远小于女性卫生用品和婴儿卫生用品。拆分量价来看，2015-2020年成人卫生用品的消费量/单价复合增速分别为17%/1%，行业增长主要由量增驱动。

图 13：成人卫生用品行业规模



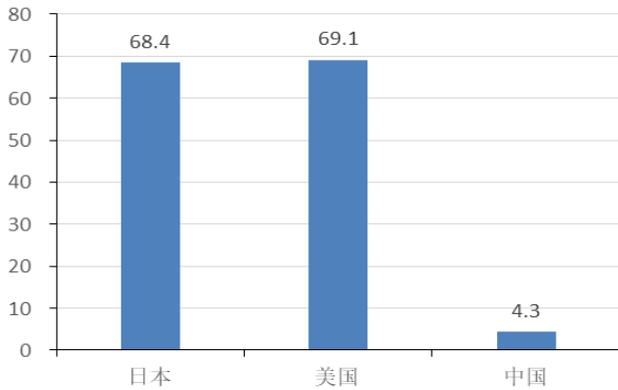
数据来源：中国造纸年鉴，西南证券整理，2021及2022年为表2测算数据

图 14：我国成人失禁用品消费量

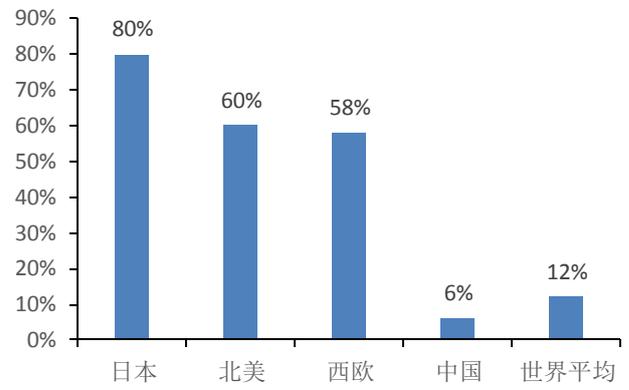


数据来源：中国造纸年鉴，西南证券整理，2021及2022年为表2测算数据

我国成人失禁产品渗透率远低于世界平均，渗透率提升空间充足。参考海外成熟市场来看，2020年日本、美国成人失禁产品渗透率达80%/60%，我国成人失禁产品渗透率仅为6-7%，与海外市场相比仍有较大差距。制约渗透率提升的原因，主要有1)大部分老年消费者对产品认知度不足，多为子女为老人购买；2)成人失禁用品需全年高频使用，对部分家庭开销较高。从人均消费规模来看，美日65岁以上老年人人均每年使用成人失禁用品金额约为70美元。

图 15: 2020 年各国 65 岁以上老人人均使用成人失禁用品金额 (美元/年)


数据来源: 可靠招股说明书, 西南证券整理

图 16: 2020 年中外成人失禁产品市场渗透率


数据来源: 可靠招股说明书, 西南证券整理

我们通过国内老年人口的基数来测算国内市场空间: 根据华经产业研究院数据, 85 岁以上老年人出现失禁症状比例为 43%, 65-69 岁出现症状比例为 12%, 75-79 岁为 25%, 取中位数 25%。到 2025 年成人卫生用品市场规模有望突破 200 亿元。国内长期来看, 如果国内成人失禁用品的渗透率可达到美国及日本等成熟市场水平, 假设为 70%, 国内成人卫生用品的市场空间在 3000 亿元以上, 品类增长空间充足。

表 2: 国内成人卫生用品市场空间测算

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	长期
国内 65 岁以上人群 (万人)	17767	19064	20093	21136	22189	23252	24026	40000
yoy		7.3%	5.4%	5.2%	5.0%	4.8%	3.3%	
存在失禁现象老年人比例	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
出现失禁现象人群基数 (万人)	4442	4766	5023	5284	5547	5813	6006	10000
其余使用人群数量 (残疾、病人等失能人群)	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
成人失禁用品片单价 (元/片)	1.82	1.85	1.89	1.92	1.96	2.00	2.04	2.50
yoy			2%	2%	2%	2%	2%	2%
渗透率	5.5%	6.3%	6.5%	6.6%	7.3%	8.1%	9.0%	70%
每日使用频次 (片/天)	4	4	4	4	4	4	4	4
年消费量 (亿片)	51.6	62.2	66.7	70.2	80.4	92.4	105.2	1226.4
年消费额 (元/年)	2657.2	2701	2755	2810	2866	2924	2982	3650
市场空间 (亿元)	93.9	115.0	125.8	135.1	157.9	185.0	214.9	3066.0
yoy		22.5%	9.4%	7.4%	16.9%	17.2%	16.1%	

数据来源: 《中国养老服务蓝皮书 (2012—2021)》, 华经产业研究院, 西南证券测算

2.2 国内竞争格局分散, 国产性价比品牌市占率较高

成人卫生用品的产品属性使消费者既要求品质又追求性价比, 品牌粘性和复购率高, 使品牌具有先发优势, 且护城河随着头部品牌规模效应扩大而加深。

对品牌品质仍有高要求：与婴儿卫生用品相比，成人卫生用品对液体吸收量、防返渗等功能要求更高，如果在使用低价杂牌过程中出现渗漏等现象会导致消费者向品牌商转移；

一旦使用复购率高，因而品牌粘性高：使用者开始接受成人失禁用品后将长期高频使用，如果产品品质稳定、使用体验良好，较少会出现更换品牌，品牌的先发优势明显；

消费者注重性价比，对品牌的成本管控能力要求高：由于需要护理的老年人日常医疗护理开销众多，消费者对卫生用品价格较敏感，厂商利润空间主要来自于提升生产效率、降本增效，成本管控能力较差的小厂盈利压力更大，长期品牌格局将向头部集中。

图 17：国内成人失禁用品量价拆分



数据来源：Wind, 华经产业研究院, 西南证券

图 18：发达国家成人失禁用品补贴政策

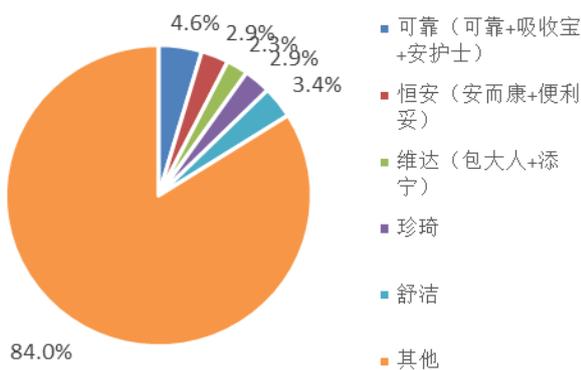
发达国家成人失禁用品补贴政策	
国家	政策
英国	用于成人失禁的吸收性产品可通过国家医疗服务体系 (NHS) 全额或部分报销, NHS 具有独特的能力来调节分发失禁成人的吸收性产品的数量和质量, 只有诊所评估符合条件才可以免费获得产品。
美国	通过医疗补助Medicaid为低收入、老年、残疾群体提供健康保险或长期护理服务, 成人失禁用品的报销政策取决于所在州, 各品牌、型号的报销计划不同, 通常要求医生根据个人的医疗状况开出失禁用品, 说明每月所需的用品数量。
日本	采用国家长期照顾保险体系为失禁患者提供费用补贴, 政府和保险金支付 90%, 10%由个人负担。
澳大利亚	出于对公众进行关于失禁的教育需要, 澳大利亚政府引入了国家失禁计划以提高对病情的认识、改善和促进获得优质失禁护理、为失禁患者量身定制护理。除了国家失禁计划之外, 还有失禁援助付款计划 (CAPS), 该政府计划旨在为患有永久性和严重失禁的人提供经济援助, 一旦满足资格要求, 失禁患者就可以通过Medicare 获得年度付款, 以协助购买产品。

制表：华经产业研究院 (www.huaon.com)

数据来源：华经产业研究院, 西南证券

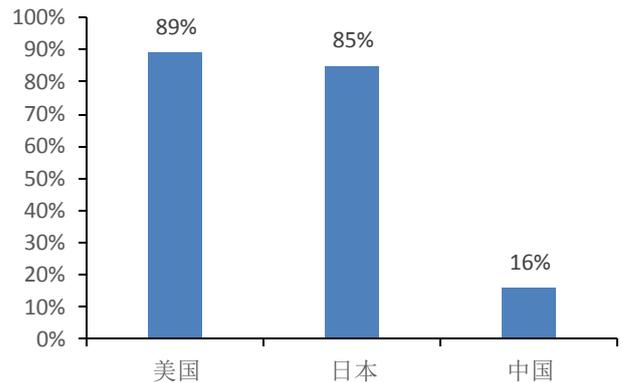
我国成人失禁品牌数量多，市场竞争格局分散。2021 年可靠在我国成人失禁产品市占率最高，达 4.6%。可靠、安而康（恒安）、包大人（维达）、珍琦（千芝雅）、舒洁等高性价比的国产品牌市占率较高，外资品牌如得伴、乐互宜等市占率仅为 1%左右。行业 CR5 市占率为 16%，其余小品牌及白牌产品占据大部分市场份额，整体竞争格局非常分散。

图 19：2021 年成人失禁产品各品牌市占率



数据来源：Euromonitor, 各公司公告, 华经产业研究院, 西南证券整理

图 20：2021 年各国成人卫生用品品牌 CR5



数据来源：Euromonitor, 华经产业研究院, 西南证券整理

从市场常见品牌定价来看，尤妮佳、金佰利等外资品牌普遍定位高端，单片价格在 3.5 元以上；国产品牌可靠、豪悦、千芝雅等性价比较高，低端系列价格带可下沉至 2 元/片左右。

表 3：各品牌成人纸尿裤定价梳理

价格区间	公司	品牌	产品系列	款式	吸收量 (ml)	可吸收次数	规格	码数	常规价 (元/片)	折扣价 (元/片)
3.5元以上	尤妮佳	乐互宜		腰贴式		4	54片/箱	L	4.06	4.06
	金佰利	得伴		搭扣式		5	54片/箱	L	5.56	3.96
	恒安	安而康	长效干爽型	腰贴式	1550		80片/箱	L	5.25	3.64
	维达	添宁	N7004	搭扣式	2300	9	60片/箱	L	5.97	3.53
2.5-3.5元	可靠	可靠	加强型	腰贴式	1550	5~7	60片/箱	L	4.82	3.42
	可靠	可靠	亲肤型	腰贴式	1250	4~6	80片/箱	L	4.35	3.28
	千芝雅	珍琦	增强型	腰贴式	2250		80片/箱	L	4.05	3.11
	恒安	安而康	舒适干爽	腰贴式	1250-1450		80片/箱	L	4.16	2.98
	维达	添宁	亲肤系列	内裤式	1145	6	60片/箱	L	6.42	2.96
	维达	包大人	夜用款	搭扣式	2900		60片/箱	L	4.65	2.92
	可靠	可靠	超值型	腰贴式	1000	3~5	80片/箱	L	3.61	2.85
1.5-2.5元	维达	包大人	棉柔贴身型	内裤式	1100	6	60片/箱	L	4.63	2.55
	可靠	康普适	成人纸尿裤	内裤式			100片/箱	L	2.35	2.35
	维达	包大人	轻薄贴身型	内裤式	1100	6	66片/箱	L	4.39	2.35
	维达	包大人	基础款	搭扣式	2100		80片/箱	L	3.60	2.28
	恒安	安而康	超值干爽型	腰贴式	1150		80片/箱	L	3.25	2.26
	维达	包大人	加强款	搭扣式			80片/箱	L	3.54	2.23
	可靠	吸收宝	经济型	腰贴式	1000	3~5	80片/箱	L	2.85	2.19
	豪悦	康福瑞		腰贴式	1200		80片/箱	L	3.75	2.11
	千芝雅	珍琦	基础型	腰贴式	1390	3~6	60片/箱	L	1.98	1.90
可靠	安护士	成人纸尿裤	粘贴式	950-1150		64片/箱	L	2.02	1.85	

数据来源：各品牌官方旗舰店，西南证券整理

3 公司分析：市占率领先的品牌商，基本面有望底部改善

3.1 品牌认可度较高，产品功能性齐全

公司品牌力基础良好，线上渠道市占率多年维持第一，品牌矩阵完善。可靠深耕自主品牌，在受众中品牌知名度已经较高，品牌销售金额连续九年双十一全网行业第一。高中低端分别以可靠、吸收宝、安护士三个品牌布局，品牌矩阵完善。对标竞品定价来看，公司高端可靠品牌定价在 2.8-3.5 元/片，中端吸收宝定价 2 元/片左右，安护士定价 1.8 元/片左右，各价格带产品性价比突出。

产品功能性齐全，解决消费者痛点。公司产品 SKU 齐全，分别针对长期卧床、轻度失禁、可独立行走、孕期护理等不同需求人群。产品开发解决消费者痛点，对用户需求把握准确，如一夜一片的大吸收量系列，可减轻陪护人员夜间陪护压力，在可靠高端品牌的 SKU 中销量领先。

图 21：可靠不同产品适用范围


数据来源：各品牌淘宝旗舰店，西南证券整理

表 4：可靠及竞品高中低品牌定位和定价

产品系列	片单价	竞品	片单价
可靠加强型	3.42	乐互宜	4.06
		得伴	3.96
可靠亲肤型	3.28	安而康	3.64
		添宁	3.53
可靠超值型	2.85	珍琦（增强款）	3.11
		安而康	2.98
吸收宝	2.19	包大人	2.92
		康福瑞	2.11
安护士	1.85	珍琦（基础款）	1.9

数据来源：各品牌淘宝旗舰店，西南证券整理

3.2 电商基本盘稳固，线下仍有扩展空间

电商+传统门店+特渠等并进，电商市占率领先、品牌力突出。目前公司自主品牌以线上收入为主，在淘系、京东、抖音、拼多多等渠道均有布局，其中传统电商平台市场份额多年蝉联第一，淘系平台市占率约为 10%-20%、京东自营排名第一且显著领先于其他品牌，拼多多市占率排名第一。利润率来看，公司线上渠道经过多年品牌投入，积累了复购率高的粘性客户，品牌费用投放可控，盈利能力较稳定。

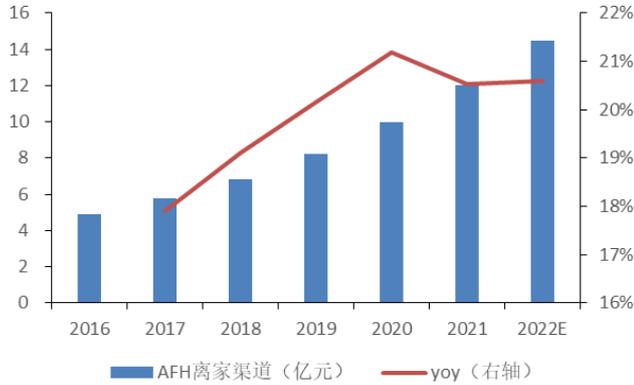
表 5：各渠道收入及增速拆分（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
成人卫生用品自主品牌收入	225.3	281.8	332.8	403.8	249.3
yoy		25.1%	18.1%	21.3%	11.2%
KA 模式	15.60	12.23	9.65		
yoy		-21.6%	-21.1%		
经销商模式	45.50	40.04	98.49		
yoy		-12.0%	146.0%		
直营零售	11.99	13.59	22.41		
yoy		13.4%	64.9%		
线上销售	181.27	248.04	314.04		
yoy		36.8%	26.6%		

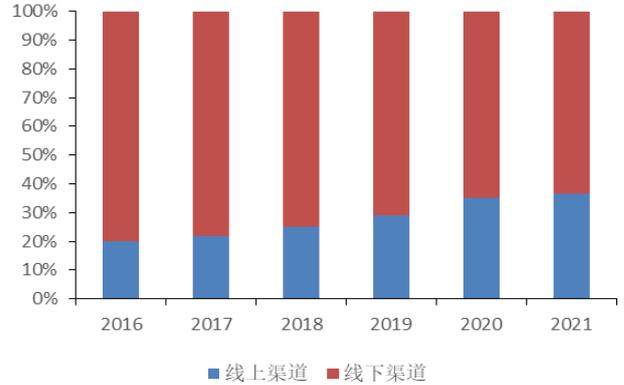
数据来源：公司公告，西南证券整理

深耕特渠，线下渠道市场空间充足，有助于形成品牌先发优势。成人失禁用品仍以线下渠道为主，包括超市卖场、零售店、医院周边商超以及养老院等护理机构。其中养老院、医院周边店等渠道的目标群体刚需消费者占比较大，对产品认知度高，是容易进行品牌推广和市场教育的重要渠道。公司已经通过经销商渠道扩展医院周边的零售店、以及与长护险第三方服务机构合作，部分区域特渠占线下渠道比例已经较高。形成品牌先发优势后，公司有望

将线下刚需客流引流至线上，同时形成高复购率。KA、零售店等传统零售渠道在公司线下渠道中占比较低，随着产品渗透率提升，铺货空间依然充足。2023 年公司发力扩展线下渠道，进一步推动产品认知度提升。

图 22：中国成人失禁用品特渠市场规模


数据来源：euromonitor，西南证券整理

图 23：中国成人失禁用品线上/线下渠道份额


数据来源：euromonitor，西南证券整理

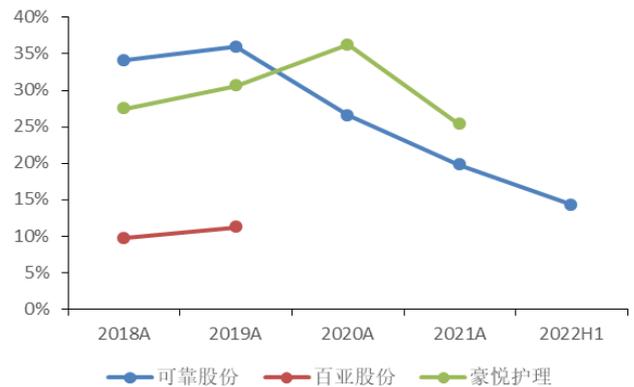
3.3 规模优势有望逐步彰显，原材料成本仍有下行空间

公司生产技术成熟，规模优势有望逐步显现。成人失禁用品消费偏好以性价比为主，终端价格相对刚性，厂商利润空间小于婴儿及女性卫生用品，对工厂的成本控制能力要求高。2022 年在成本大幅上涨的背景下，公司产品价格普遍没有明显提价，盈利能力短期承压。中长期来看，头部品牌的规模优势会越来越显著，可在保证产品力优质的同时兼顾性价比，市场份额有望持续提升。

表 6：单片价格和成本拆分

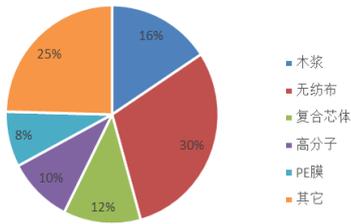
	2018	2019	2020
成人失禁用品			
收入	270.9	369.8	429.2
成本	178.5	236.7	315.3
销量 (百万片)	231.8	301.4	342.2
单价 (元/片)	1.17	1.23	1.25
单位成本	0.77	0.79	0.92

数据来源：公司公告，西南证券整理

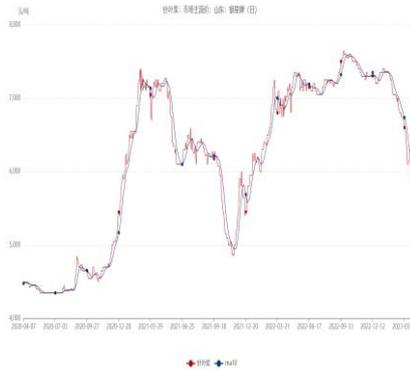
图 24：各品牌成人失禁用品毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司原材料主要为绒毛浆、无纺布、复合芯体、高分子、PE 膜等，其中浆和无纺布占比最高。2022 年浆价处于高位，在公司原材料中占比提升至约 30%。随着海外浆厂产能投放逐步落地，能源价格回落，浆厂开工率上升，23 年全年浆价有望下行，公司成本有回落空间；无纺布和 SAP 价格已经有所回落，预计 23 年仍处于相对低位。

图 25：2020 年公司各项原材料占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：针叶浆主流价格走势（元/吨）


数据来源：公司公告，隆众资讯，西南证券整理

图 27：华南 SAP 周度均价（元/吨）


数据来源：公司公告，卓创资讯，西南证券整理

3.4 ODM 大客户合作稳定，新客户有望逐步放量

公司与 ODM 客户合作年限长、合作关系稳定，新客户有望逐步贡献增量。2021-2022 年公司 ODM 业务下滑，主要由于国内出生率下降，内销客户订单量减少所致。2023 年已经恢复正常合作。展望后续来看，公司 2023 年开始已经恢复海外客户拜访和洽谈订单，年内新拓展宝宝树、蜜芽、京东京造等千万级别订单客户，预计 2023 年开始逐步起量。ODM 业务整体有望保持恢复性增长。

表 7：公司 ODM 业务拆分表

	2018A	2019A	2020A	2021A
ODM 业务				
收入	633.2	841.3	1,175.2	777.9
yoy		32.9%	39.7%	-33.8%
毛利率	60.7%	61.0%	65.3%	
ODM 按销售区域划分				
境内 ODM	208.8	354.1	427.1	
yoy		69.6%	20.6%	
境外 ODM	424.4	487.3	748.2	
yoy		14.8%	53.5%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：成人失禁用品行业均价每年提升 2%；

假设 2：成人失禁用品品类认知度增加，行业渗透率每年提升 0.5-1pp，2022-2024 年渗透率分别达到 6.6%、7.3%、8.1%；

假设 3：绒毛浆及高分子等原材料价格高位回落，产品结构持续优化，2022-2024 年成人卫生用品毛利率分别为 14%、19%、20.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年收入成本拆分如下表：

表 8：公司收入成本拆分

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	1186.4	1226.7	1497.3	1802.9
yoy	-27.4%	3.4%	22.1%	20.4%
营业成本	965.3	1077.4	1225.5	1456.0
毛利率	18.6%	12.2%	18.2%	19.2%
婴儿护理用品				
收入	612.2	551.0	650.2	754.2
yoy	-34.8%	-10.0%	18.0%	16.0%
成本	506.1	495.9	539.6	618.4
毛利率	17.3%	10.0%	17.0%	18.0%
成人失禁用品				
收入	463.8	556.5	712.4	890.5
yoy	8.1%	20.0%	28.0%	25.0%
成本	372.0	478.6	577.0	707.9
毛利率	19.8%	14.0%	19.0%	20.5%
宠物卫生用品				
收入	87.8	96.6	111.1	133.3
yoy	13.9%	10.0%	15.0%	20.0%
成本	80.68	96.6	102.2	122.7
毛利率	8.2%	0.0%	8.0%	8.0%
口罩及其他				
收入	22.6	22.6	23.7	24.9
yoy	-88.1%	0.0%	5.0%	5.0%
成本	6.5	6.3	6.6	7.0
毛利率	71.4%	72.0%	72.0%	72.0%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取了个护行业的豪悦护理、中顺洁柔、百亚股份为可比公司，其中豪悦护理以代工业务为主；中顺洁柔、百亚股份以自主品牌业务为主，估值水平高于豪悦护理，24年平均估值在24倍PE左右。考虑到可靠股份自主品牌的品牌力强，占公司收入比例有望逐步提升，且成人失禁用品行业增速为15-20%，增速高于生活用纸、婴儿及女性卫生用品行业，给予2024年30倍估值。

预计公司2023-2024年EPS分别为0.40元、0.55元，对应PE分别为29倍、21倍。考虑到公司自主品牌的品牌力强，成人卫生用品渗透率有望提升，给予2024年30倍估值，对应目标价16.5元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605009.SH	豪悦护理	45.25	2.43	3.03	3.45	18.59	14.92	13.10
003006.SZ	百亚股份	19.08	0.44	0.57	0.70	31.73	33.72	27.10
002511.SZ	中顺洁柔	12.17	0.23	0.46	0.59	51.32	26.53	20.70
平均值						33.88	25.06	20.30

数据来源：Wind，西南证券整理，其中百亚股份2022年年报已披露，其余年份EPS及PE为wind一致预期

5 风险提示

原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、品类渗透率提升不及预期的风险、渠道扩张进展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1186.40	1226.72	1497.35	1802.88	净利润	39.44	-40.32	109.55	151.97
营业成本	965.31	1077.45	1225.52	1455.99	折旧与摊销	53.92	67.43	70.26	74.05
营业税金及附加	4.26	4.20	4.92	12.44	财务费用	-6.30	-58.12	-10.43	-12.34
销售费用	90.69	104.27	89.84	104.57	资产减值损失	-7.85	65.00	0.00	0.00
管理费用	37.17	79.74	67.38	75.72	经营营运资本变动	-104.10	66.07	10.09	32.42
财务费用	-6.30	-58.12	-10.43	-12.34	其他	75.42	-65.32	-0.10	-0.40
资产减值损失	-7.85	65.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	50.53	34.74	179.37	245.70
投资收益	5.05	2.00	3.00	4.00	资本支出	-212.11	-150.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	97.19	2.00	3.00	4.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-114.92	-148.00	-117.00	-116.00
营业利润	45.30	-43.81	123.13	170.50	短期借款	-99.18	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.77	-1.17	-1.36	-1.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.53	-44.98	121.78	169.14	股权融资	761.55	0.00	0.00	0.00
所得税	4.09	-4.66	12.23	17.16	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	39.44	-40.32	109.55	151.97	其他	21.44	56.58	10.43	12.34
少数股东损益	-0.31	-0.82	1.58	1.93	筹资活动现金流净额	683.82	56.58	10.43	12.34
归属母公司股东净利润	39.75	-39.50	107.97	150.04	现金流量净额	616.78	-56.69	72.80	142.04
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	884.04	827.35	900.16	1042.20	成长能力				
应收和预付款项	188.21	199.88	237.29	285.00	销售收入增长率	-27.44%	3.40%	22.06%	20.40%
存货	153.95	153.60	176.39	216.07	营业利润增长率	-82.26%	-196.71%	381.04%	38.47%
其他流动资产	27.59	29.14	34.79	42.21	净利润增长率	-82.32%	-202.24%	371.68%	38.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-70.94%	-137.13%	630.25%	26.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	687.18	781.50	842.98	900.69	毛利率	18.64%	12.17%	18.15%	19.24%
无形资产和开发支出	86.99	77.58	68.18	58.78	三费率	10.25%	10.26%	9.80%	9.32%
其他非流动资产	57.68	55.33	52.98	50.64	净利率	3.32%	-3.29%	7.32%	8.43%
资产总计	2085.63	2124.39	2312.78	2595.58	ROE	2.62%	-2.75%	6.95%	8.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.89%	-1.90%	4.74%	5.86%
应付和预收款项	547.95	634.21	711.86	839.84	ROIC	5.06%	-11.20%	11.62%	14.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.83%	-2.81%	12.22%	12.88%
其他负债	30.64	23.46	24.66	27.51	营运能力				
负债合计	578.59	657.68	736.52	867.34	总资产周转率	0.66	0.58	0.67	0.73
股本	271.86	271.86	271.86	271.86	固定资产周转率	2.08	1.90	2.36	2.85
资本公积	723.24	723.24	723.24	723.24	应收账款周转率	5.59	6.35	6.85	6.90
留存收益	419.62	380.12	488.09	638.13	存货周转率	6.26	6.55	6.90	6.99
归属母公司股东权益	1414.73	1375.22	1483.19	1633.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.71%	—	—	—
少数股东权益	92.32	91.49	93.07	95.00	资本结构				
股东权益合计	1507.05	1466.71	1576.26	1728.23	资产负债率	27.74%	30.96%	31.85%	33.42%
负债和股东权益合计	2085.63	2124.39	2312.78	2595.58	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.21	1.87	1.86	1.85
					速动比率	1.94	1.64	1.62	1.60
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.15	-0.15	0.40	0.55
					每股净资产	5.20	5.06	5.46	6.01
					每股经营现金	0.19	0.13	0.66	0.90
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	92.92	-34.50	182.96	232.21					
PE	79.82	-80.32	29.38	21.14					
PB	2.24	2.31	2.14	1.94					
PS	2.67	2.59	2.12	1.76					
EV/EBITDA	24.28	-66.98	12.23	9.03					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn