

相关研究

《业绩符合预期, 运动鞋龙头成长稳健》2022.1

《疫情管控得力, 业绩增长稳健》2022.4

《头部客户订单拓展, 运动龙头业绩亮眼》2022.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

盈利能力修复, 成人失禁用品业务增长稳健

2023年5月8日

事件: 公司 2023Q1 实现收入 3.19 亿元、同降 0.88%, 实现归母净利 1109.72 万元、同增 466.92%, 扣非净利 974.44 万元、同增 584.94%, EPS 为 0.04 元。公司主业收入基本保持稳定, 毛利率提升带动盈利能力修复。

点评:

- **成人失禁用品业务快速增长, 婴儿纸尿裤代工业务收入下滑。**近年来随着人口老龄化加剧, 成人失禁用品市场保持快速增长, 2023Q1 公司自主品牌业务加大市场拓展力度, 布局医院周边店、药房、养老院等渠道, 收入同增 24.13%。公司婴儿纸尿裤 ODM 业务受行业景气度下行、品牌商去库存影响收入同比下滑, 2020-21 年婴儿纸尿裤消费量持续下滑, 主要受人口出生率下降影响较大。
- **毛利率同比提升, 经营现金流净额同比改善。**1) 2023Q1 公司毛利率同增 4.52PCT 至 16.59%, 主要由于公司自主品牌收入占比提升、毛利率相对较高。2) 2023Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 6.56%、2.00%、3.27%、-0.38%, 同增-0.34PCT、-0.04PCT、-0.26PCT、1.26PCT, 费用率基本保持稳定。3) 2023Q1 公司经营现金流净额为 2072.90 万元, 由负转正, 主要由于销售商品收到的现金增长。
- **成人失禁用品品牌发展空间较大, 代工业务有望恢复。**我国成人失禁用品行业渗透率处于较低水平, 近年来随着老龄化人口增加、消费观念改变, 成人护理用品行业规模保持较快增长。公司打造自主品牌, 市占率处于领先水平, 不断加大研发、渠道、营销等投入, 我们预计收入将保持增长。公司 ODM 业务加强拓展国内、国外客户, 疫情影响减弱后下游需求有望复苏, 逐步推动收入恢复增长。
- **盈利预测与投资建议:** 受 ODM 收入同比下降影响, 我们下调公司 2023-2024 年归母净利预测为 1.06/1.36 亿元 (原值为 1.54/2.05 亿元), 目前股价对应 23 年 29.69 倍 PE, 估值相对于业绩增速处于较低水平。我们预计成人失禁用品行业成长空间较大, 公司不断拓展自主品牌市场份额, 业绩有望迎来拐点, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 产能扩张不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,186	1,186	1,468	1,714	1,951
增长率 YoY %	-27.4%	0.0%	23.8%	16.7%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	40	-43	106	136	164
增长率 YoY%	-81.4%	-208.5%	346.5%	27.6%	20.8%
毛利率%	18.6%	13.1%	22.5%	23.2%	24.0%
净资产收益率ROE%	2.8%	-3.2%	7.3%	8.5%	9.3%
EPS(摊薄)(元)	0.17	-0.16	0.39	0.50	0.60
市盈率 P/E(倍)	108.53	—	29.69	23.27	19.26
市净率 P/B(倍)	3.55	2.41	2.16	1.98	1.79

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,254	1,159	1,419	1,435	1,448	
货币资金	884	689	923	828	779	
应收票据	1	0	1	1	1	
应收账款	176	264	272	350	380	
预付账款	6	5	5	6	7	
存货	154	182	199	231	260	
其他	33	18	18	20	21	
非流动资产	832	790	779	1,004	1,281	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	656	572	545	700	891	
无形资产	87	85	84	83	82	
其他	89	133	151	221	308	
资产总计	2,086	1,949	2,199	2,439	2,729	
流动负债	567	475	586	649	726	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	246	222	306	324	361	
应付账款	282	208	230	266	300	
其他	38	45	50	59	65	
非流动负债	12	42	42	42	42	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	12	42	42	42	42	
负债合计	579	517	628	692	768	
少数股东权益	92	79	112	153	203	
归属母公司	1,415	1,353	1,459	1,595	1,758	
负债和股东权益	2,086	1,949	2,199	2,439	2,729	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,186	1,186	1,468	1,714	1,951	
同比 (%)	-27.4%	0.0%	23.8%	16.7%	13.8%	
归属母公司净利润	40	-43	106	136	164	
同比 (%)	-81.4%	-	346.5%	27.6%	20.8%	
毛利率 (%)	18.6%	13.1%	22.5%	23.2%	24.0%	
ROE%	2.8%	-3.2%	7.3%	8.5%	9.3%	
EPS (摊薄) (元)	0.17	-0.16	0.39	0.50	0.60	
P/E	108.53	—	29.69	23.27	19.26	
P/B	3.55	2.41	2.16	1.98	1.79	
EV/EBITDA	46.67	76.80	12.01	9.67	7.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,186	1,186	1,468	1,714	1,951	
营业成本	965	1,031	1,138	1,317	1,483	
营业税金及	4	3	4	5	5	
销售费用	91	95	117	137	156	
管理费用	37	30	38	44	50	
研发费用	49	51	59	71	81	
财务费用	-6	-39	-18	-20	-19	
减值损失合	-8	-73	-2	-2	-2	
投资净收益	5	0	0	0	0	
其他	2	3	10	12	14	
营业利润	45	-55	139	170	207	
营业外收支	-2	-1	0	7	7	
利润总额	44	-56	139	177	214	
所得税	4	0	0	0	0	
净利润	39	-56	139	177	214	
少数股东损	0	-13	32	41	50	
归属母公司	40	-43	106	136	164	
EBITDA	89	34	186	241	305	
EPS (当	0.17	-0.16	0.39	0.50	0.60	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	51	-37	340	267	400	
净利润	39	-56	139	177	214	
折旧摊销	55	67	98	125	159	
财务费用	5	-16	0	0	0	
投资损失	-5	0	0	0	0	
营运资金变	-58	-105	102	-29	33	
其它	14	73	2	-5	-5	
投资活动现金流	-115	-112	-107	-362	-449	
资本支出	-240	-116	-87	-342	-429	
长期投资	120	0	0	0	0	
其他	5	4	-20	-20	-20	
筹资活动现金流	684	-50	0	0	0	
吸收投资	786	0	0	0	0	
借款	50	0	0	0	0	
支付利息或	-1	-19	0	0	0	
现金流净增加额	617	-195	233	-95	-49	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。