

可靠股份 (301009)

深度报告

行业公司研究—轻工行业一

证券研究报告

一次性卫品领先制造商，成人失禁护理龙头地位初显

——可靠股份深度报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
☎️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
👤 联系人：傅嘉成
✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

ODM+OBM 双轮驱动，旗下成人失禁用品品牌市占率领先。

投资要点

□ ODM+OBM 双轮驱动，旗下品牌可靠市占率第一

公司自 2001 年成立以来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（OBM 收入占比近 30%）。ODM 业务以婴儿护理用品为主，大客户包括菲律宾 JS、杜迪等；OBM 业务主打成人失禁用品，旗下自主品牌“可靠”市占率第一（20 年 9.4%）。2017-2020 年，公司营收从 7.87 亿元增长至 16.35 亿元，CAGR 为 27.61%；归母净利润从 0.42 亿元增长至 2.14 亿元，CAGR 为 72.27%；21Q1 营收 3.33 亿元（+6.06%），归母净利润 0.40 亿元（-14.96%），21H1 预计实现营收 7.16-8.43 亿元（-10.46%至 5.52%），归母净利润 0.81-0.96 亿元（-38.51%至-27.19%），上半年业绩表现略有承压，主要系高毛利口罩业务同比大幅减少（20H1 口罩收入 1.53 亿元）。

□ OBM：成人失禁赛道高潜力，可靠龙头地位初显

老龄化催生需求，可发展空间巨大。2020 年我国 65 岁及以上人口已达 1.91 亿人，占比高达 13.5%；根据 OECD 预测，2060 年该群体将达 3.93 亿人，占比达 30.52%。据美国疾病预防控制中心，在超过 65 岁的老年人中，50.9%存在失禁情况，伴随我国老龄化程度加剧，成人失禁用品市场规模迅速增长。（1）出厂端：据生活用纸委员会，2009-2019 年成人失禁用品规模从 7.23 亿元增长至 93.9 亿元，CAGR 为 29.23%；（2）销售端：据 Euromonitor，2006-2020 年零售市场规模从 3.28 亿元增长至 51.21 亿元，CAGR 为 21.68%；养老院等 AFH 渠道规模从 1.22 亿元增长至 9.96 亿元，CAGR 为 16.20%；（3）低渗透率：发达国家如日本、北美、西欧渗透率高达 80%、60%、58%，而中国目前仅为 3%，可发展空间巨大。

竞争格局分散，线上渠道兴起。1) 行业中小产能众多，20 年品牌 CR3 仅为 21.8%；其中可靠龙头地位初步确立，18 年市占率首超安尔康成为第一后逐步拉开差距，20 年市占率较第二安尔康高 1.5pct 至 9.4%。2) 电商渠道兴起，线上消费占比从 2015 年的 16%提升至 2020 年的 35.5%。

可靠先发切入电商，布局老年产业生态圈。1) 2017-2020 年公司自主品牌业务收入从 1.84 亿元增长至 4.45 亿元，CAGR34.18%，若剔除 20 年口罩贡献，自主品牌收入从 1.84 亿元增长至 3.66 亿元，CAGR 为 25.78%。公司 2012 年便开始通过天猫切入电商，电商渠道销售占比超 70%，2017-2020 年电商渠道收入从 1.13 亿元增长至 3.14 亿元，CAGR 为 40.74%。2) 全方位布局老年产业生态圈，可靠福祉打造一站式养老服务平台，目前已与众多大药房达成合作。

□ ODM：婴护用品为主，绑定优质大客户稳健增长

1) 公司 ODM 业务主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品、宠物卫生用品及口罩，其中婴护占比超 80%，2017-2020 年公司 ODM 业务收入分别为 5.96 亿元，增长至 11.75 亿元，CAGR 为 25.40%。2) 与优质大客户共生：公司前两大客户分别为菲律宾 JS、杜迪，其中 JS 持有公司 2.76%股份，杜迪母公司 H&H 与

评级

增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 34.7

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.20
2H/2020	0.41
1H/2020	0.64



公司简介

领先一次性卫生用品制造商，OBM+ODM 双轮驱动，旗下自主品牌可靠市占率领先。

相关报告

报告撰写人：史凡可、傅嘉成
联系人：杨舒妍

公司建立合资工厂，大客户战略入股护力 ODM 业务稳健成长。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 20.32、25.62、31.55 亿元，同比增长 24.29%、26.08%、23.12%，实现归母净利润 2.36、3.45、4.41 亿元，同比增长 10.21%、46.30%、27.68%，对应 PE 为 39.99、27.34、21.41 倍，考虑公司自主品牌市占率先、代工业务绑定优质大客户发展稳健，首次覆盖予以“增持”评级。

□ 风险提示

原材料大幅上涨、行业竞争加剧、大客户合作风险、汇率波动

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1635.13	2032.36	2562.33	3154.66
(+/-)	39.31%	24.29%	26.08%	23.12%
净利润	214.01	235.87	345.09	440.60
(+/-)	144.72%	10.21%	46.30%	27.68%
每股收益(元)	1.05	0.87	1.27	1.62
P/E	33.06	39.99	27.34	21.41

正文目录

1. 成人失禁第一品牌，优质一次性卫品制造商	5
1.1. 股权结构集中，管理层经验丰富	6
1.2. OBM+ODM 双轮驱动，内外销并行	7
1.3. 募投项目打开成长空间	10
2. OBM：成人失禁用品高潜力，龙头地位初确立	10
2.1. 成人失禁用品：老龄经济兴，赛道高潜力	10
2.2. 先发切入电商渠道，布局老年产业生态圈	14
3. ODM：婴护代工为主，绑定优质大客户	15
3.1. 婴护行业：国内市场量价齐升，菲律宾潜力十足	15
3.2. 婴护 ODM 为主，下游绑定优质大客户	17
4. 投资建议	18
4.1. 盈利预测分析	18
4.2. 估值分析	19
4.3. 投资建议	19
5. 风险提示	20
股票投资评级说明	22

图表目录

图 1: 股权结构	7
图 2: 我国 65 岁以上人口及其占比	11
图 3: 截至 2060 年我国 65 岁以上人口及其占比预测	11
图 4: 零售市场规模	12
图 5: AFH 市场规模	12
图 6: 均价表现	12
图 7: 日本人口老龄程度	13
图 8: 市场规模	13
图 9: 自主品牌线上&线下收入及增速	14
图 10: 线上销售三种模式示意图	15
图 11: 可靠福祉合作机构	15
图 12: 可靠福祉官网	15
图 13: 全球婴儿卫生用品市场规模	16
图 14: 中国婴儿卫生用品市场规模	16
图 15: 中国婴儿纸尿裤市场占全球比例	16
图 16: 中国婴儿纸尿裤市场渗透率	16
图 17: 中国婴儿卫生用品消费量	16
图 18: 中国婴儿卫生用品均价	16

图 19: 全球婴儿护理用品市场销量及增速.....	17
图 20: 中国婴儿卫生用品市场份额品牌占比.....	17
图 21: ODM 业务结构(百万元).....	18
表 1: 主要财务数据.....	5
表 2: 发展历程.....	6
表 3: 管理层.....	7
表 4: 营收拆分.....	9
表 5: 公司主要产品产能利用率及产销率.....	10
表 6: 募投项目(万元).....	10
表 7: 智能工厂项目年新增产能.....	10
表 8: 成人失禁市场规模(出厂端).....	11
表 9: 市占率表现.....	12
表 10: 渠道占比.....	13
表 11: 品牌市占率.....	13
表 12: 品牌矩阵.....	14
表 13: 分产品价格带.....	14
表 14: 线上销售三种模式介绍.....	15
表 15: 中国婴儿卫生用品市场份额企业占比.....	17
表 16: 中国婴儿卫生用品市场份额品牌占比.....	17
表 17: ODM 业务主要客户收入.....	18
表 18: 盈利预测拆分.....	19
表 19: 可比公司估值.....	错误!未定义书签。
表附录: 三大报表预测值.....	21

1. 成人失禁第一品牌，优质一次性卫品制造商

领先一次性卫品制造商，成人失禁品牌全国第一。公司自2001年成立以来专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，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和口罩。公司采用ODM+自主品牌双轮驱动的发展模式，ODM业务方面，历经多年发展公司已与诸多海内外知名婴儿护理用品品牌商建立了长期稳定的合作，如菲律宾JS、杜迪公司等；在自主品牌业务方面，公司主打成人失禁用品，旗下成人失禁用品自主品牌“可靠”处于业内领先地位，据《生活用纸和卫生用品行业年度报告》数据显示，2017年-2019年“可靠”品牌蝉联业内销售额第一。2017-2020年，公司营收从7.87亿元增长至16.35亿元，CAGR为27.61%；归母净利润从0.42亿元增长至2.14亿元，CAGR为72.27%；21Q1营收3.33亿元(+6.06%)，归母净利润0.40亿元(-14.96%)，21H1预计实现营收7.16-8.43亿元(-10.46%至5.52%)，归母净利润0.81-0.96亿元(-38.51%至-27.19%)，上半年业绩表现略有承压，主要系高毛利口罩业务同比大幅减少(20H1口罩收入1.53亿元)。

表 1：主要财务数据

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021Q1
营业收入	786.94	906.24	1,173.73	1,635.13	332.75
YOY	-	15.16%	29.52%	39.31%	6.06%
归母净利润	41.86	59.68	87.45	214.01	40.25
YOY	-	42.58%	46.53%	144.72%	-14.96%
扣非归母净利润	32.39	58.91	102.74	201.54	38.61
YOY	-	81.87%	74.41%	96.17%	-17.34%
毛利率	28.59%	25.47%	27.02%	27.83%	25.37%
期间费用率	22.03%	17.08%	17.07%	10.49%	10.24%
销售费用率	13.17%	10.69%	10.08%	4.00%	5.54%
管理+研发费用率	7.44%	6.74%	7.33%	5.12%	4.87%
财务费用率	1.43%	-0.35%	-0.35%	1.37%	-0.17%
归母净利率	5.32%	6.59%	7.45%	13.09%	12.10%
存货	124.10	115.29	134.29	127.75	106.17
较上年同期增减	-	-8.82	19.00	-6.53	-
存货周转天数	79.50	63.79	52.45	39.97	42.39
较上年同期增减	-	-15.71	-11.35	-12.48	-
应收账款及票据	179.50	192.02	190.62	226.55	253.88
较上年同期增减	-	12.51	-1.40	35.94	-
收款周转天数	81.84	73.48	58.38	45.68	64.68
较上年同期增减	-	-8.35	-15.10	-12.71	-
应付账款及应付票据	397.08	407.04	515.17	653.31	552.21
较上年同期增减	-	9.96	108.13	138.14	-
付款周转天数	125.73	104.24	92.75	76.78	81.94
较上年同期增减	-	-21.49	-11.49	-15.98	-
预收账款(合同负债)	6.37	5.30	4.08	5.36	2.98
较上年同期增减	-	-1.07	-1.22	1.28	-
经营性现金流净额	109.74	114.26	223.33	395.86	-47.53
较上年同期增减	-	4.12%	95.45%	77.26%	-333.35%
筹资性现金流净额	-36.61	-40.53	-137.66	28.47	-75.07
较上年同期增减	-	10.68%	239.70%	-120.68%	-181.62%
资本开支	77.41	89.78	125.86	220.71	74.42
较上年同期增减	-	12.36	36.09	94.84	37.71
ROE	9.71%	12.36%	21.92%	34.89%	6.16%
YOY(±)	-	2.65%	9.56%	12.97%	-
ROIC	8.01%	11.34%	17.66%	35.01%	5.47%
YOY(±)	-	3.33%	6.32%	17.35%	-
资产负债率	50.63%	46.24%	57.27%	54.38%	44.13%
YOY(±)	-	-4.39%	11.03%	-2.89%	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司创建于2001年，自成立以来专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售，回顾可靠股份发展历程，可分为以下三个阶段：

第一阶段(2001-2007): 专注 ODM 制造, 为品牌发展奠基。2001 年, 可靠在中国杭州成立; 2003 年, 联手庄臣(SC Johnson), 进入日本市场, 积累高质量产品制造经验; 2006 年, 引进成人失禁裤生产线。

第二阶段(2008-2014): 发力自有品牌, 影响力快速提升。1) 自有品牌方面: 2008 年, 可靠品牌正式启动成人纸尿裤产品上市计划; 2009 年, 投入超过 2000 万用于央视广告投放, 成功攻占消费者心智; 2012 年, 通过天猫进入电商渠道; 2014 年, 可靠福祉成立, 并发布养老福祉全球战略。2) ODM 业务方面: 2010 年, 与菲律宾 JS 达成 ODM 婴儿纸尿裤合作; 2011 年, 纸尿裤生产基地落地; 2014 年, 与合生元成立合资子公司“可艾”, 打造全球高端婴童护理用品智慧工厂, 并开始为广州杜迪公司代加工婴儿护理用品, 系杜迪公司的独家供应商。

第三阶段(2015 年至今): 扩大服务范围, 布局老年产业生态圈。2015 年, 全面开启以“大数据+互联网”模式, 开发老年用户需求; 2017 年, 可靠品牌全线升级, 新品首发; 2019 年, 与华东医药正式签署战略合作协议, 携手打造“医养护”大健康生态圈。2017-2019 年可靠品牌在国内成人失禁用品生产商和品牌中综合排名第一, 连续数年蝉联淘宝/天猫平台单品类全网销售冠军。

表 2: 发展历程

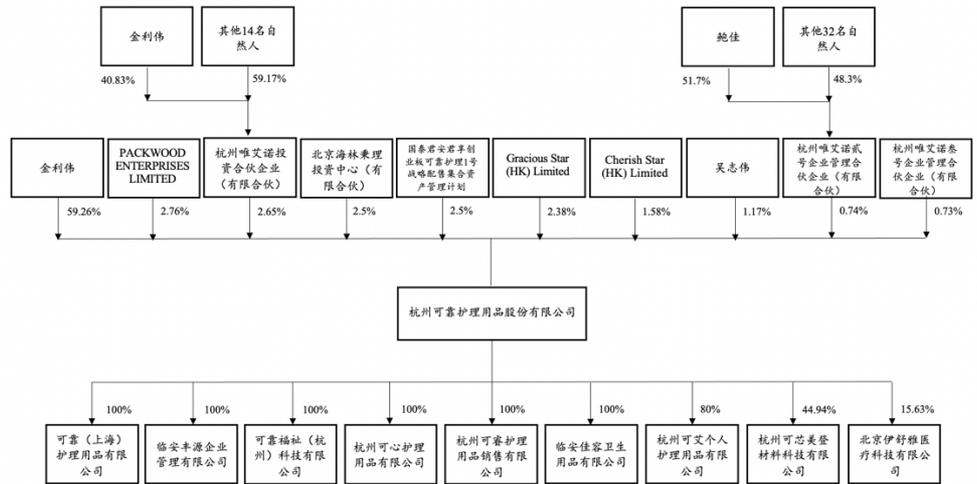
发展阶段	时间	事件
I (2001-2007): 专注 ODM 制造, 为品牌发展奠基	2001	可靠在中国杭州成立
	2003	联手庄臣(SC Johnson)进入日本市场, 产品销往意大利、澳大利亚; 通过IOS9001体系认证
	2006	优先引进国内成人失禁裤生产线; 三大自有品牌在国内上市;
	2008	可靠品牌正式启动成人纸尿裤产品上市计划, 两个月内产品成功在联华超市铺货
	2009	投入超过2000万用于央视广告投放, 使“成人用的纸尿裤, 就是可靠”的广告词深入人心
II (2008-2014): 发力自有品牌, 影响力快速提升	2010	开启与菲律宾JS的合作并持续至今, 为其提供纸尿裤ODM业务; 线下网点最高达2万多个, 年销最高达2亿元
	2011	建成具有亚洲影响力的纸尿裤生产研发基地
	2012	通过天猫进入电商渠道, 借助电商超市、自营电商店铺、线上分销等扩大收入
	2014	开始为广州杜迪公司代加工婴儿护理用品, 系杜迪公司的独家供应商; 与合生元成立中外合资子公司“可艾”, 打造全球高端婴童护理用品智慧工厂; 可靠福祉成立, 并发布养老福祉全球战略; 逐步完善中国为主战场、日本为龙头、涵盖泛亚及澳新的全球市场布局
	2015	全面开启“大数据+互联网”模式, 满足老年用户需求
III (2015至今): 扩大服务范围, 布局老年产业生态圈	2017	可靠品牌全线升级, 新品首发, 开启国内成人纸尿裤科技化、国际化、品牌化新篇章; 荣获电商销售世界纪录认证, 创造了连续四年(2013-2016)在电子商务成人纸尿裤品类销售额最多”的世界纪录
	2019	与华东医药正式签署战略合作协议, 携手打造“医养护”大健康生态圈; 2017年-2019年“可靠”品牌在国内成人失禁用品生产商和品牌中综合排名蝉联第一

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.1. 股权结构集中, 管理层经验丰富

股权结构集中, 管理层经验丰富。1) 创始人金利伟直接持有公司 59.26%的股份, 通过杭州唯艾诺投资合伙企业间接持有 1.08%股份; 其配偶鲍佳女士通过唯艾诺贰号、唯艾诺叁号间接持有 0.43%的股份, 金利伟夫妇合计持有 60.77%股份。2) 公司高管任职多年, 从业经验丰富。董事长金利伟 2001 年创办杭州侨资纸业(可靠股份前身), 现为中国造纸委员会生活用纸协会特聘专家; 副总经理鲍佳自 2004 年至今先后任职可靠护理外贸部经理、国际销售总监、人资行政总监、董事长特别助理、副总经理; 副总经理王仲其 2009 年以来先后担任可靠护理部门经理、副总经理, 现任公司副总经理兼研究院副院长。

图 1：股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：管理层简介

序号	姓名	任职	任职期间	个人简介
1	金利伟	董事长, 总经理	2021.1.21-2024.1.20	曾任临安侨资汽车维修有限公司总经理, 2001年创建杭州侨资纸业, 后更名为杭州可靠护理用品股份有限公司。
2	王仲其	副总经理	2021.1.21-2024.1.20	曾任职于杭州余宏精工机械有限公司、杭州珂瑞特机械制造有限公司调试部经理。2009年至今先后担任可靠护理部门经理、副总经理, 现任公司副总经理兼研究院副院长。
3	鲍佳	副总经理	2021.1.21-2024.1.20	2004年至今先后任职可靠护理外贸部经理、国际销售总监、人资行政总监、董事长特别助理、副总经理, 现任公司副总经理。
4	李海峰	副总经理, 董事会秘书	2021.1.21-2024.1.20	民商法硕士, 曾任金杜律师事务所公司证券部律师。2017年起任职于可靠护理证券法务部、可靠护理董事会秘书、副总经理兼董事会秘书。
5	耿振强	副总经理, 财务总监	2021.1.21-2024.1.20	高级会计师、注册会计师, 曾任职于大同市华林有限责任公司财务核算中心、山西同业房地产咨询估价有限责任公司评估部、山西宏伟镁业有限责任公司财务部、天职国际会计师事务所审计二部、浙江奥康鞋业股份有限公司财务管理中心财务机构负责人。2019年起先后任职可靠护理财务总监、副总经理兼财务总监。
6	周忠英	董事, 副总经理	2021.1.21-2024.1.20	高级技师, 曾任锦江集团生产班长。2001年至今任职于可靠护理, 先后担任储运部经理、采购部经理、供应链总监, 现任公司董事、副总经理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. OBM+ODM 双轮驱动，内外销并行

内销 OBM+外销 ODM 双轮驱动，OBM 占比约 30%。公司主营业务可以分为 ODM 业务和自主品牌业务两大类。其中，公司 ODM 业务产品以生产婴儿护理用品为主，以生产宠物卫生用品和成人失禁用品为辅，下游对接国外优质纸尿裤品牌如菲律宾 JS、杜迪公司；公司自主品牌业务以生产销售成人失禁用品为主，目前拥有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”以及“康普适”等品牌。

分业务来看，

- (1) **ODM 业务:** 2017-2020 年 ODM 业务收入分别为 5.96、6.33、8.41、11.75 亿元，占收入比重分别为 76.24%、71.16%、72.71%、72.47%，毛利率分别为 26.59%、

21.53%、22.28%、24.63%。ODM 业务产品主要以婴儿护理用品为主，2017-2020 年婴儿护理用品 ODM 收入分别为 5.06、5.30、7.08、9.35 亿元。

(2) **自主品牌业务**：自主品牌业务以成人卫生用品为主，2017-2020 年自主品牌业务收入分别为 1.84、2.54、3.14、4.45 亿元，占收入比重分别为 23.55%、28.59%、27.13%、27.42%，毛利率分别为 33.54%、34.37%、37.79%、34.45%。

(3) **其他业务**：2017-2020 年起他业务收入分别为 1.59、2.24、1.84、1.77 亿元。

分产品来看，

(1) **成人失禁用品**：2017-2020 年收入分别为 1.95、2.71、3.70、4.29 亿元，占收入比重分别为 24.97%、30.44%、31.96%、26.47%，毛利率分别为 33.31%、34.09%、35.99%、26.54%。销量分别为 175.93、231.75、301.40、342.18 百万片，对应单价 1.11、1.17、1.23、1.25 元/片。

(2) **婴儿护理用品**：2017-2020 年收入分别为 5.15、5.36、7.13、9.39 亿元，占收入比重分别为 65.93%、60.25%、61.60%、57.92%，毛利率分别为 28.63%、22.12%、22.24%、20.57%。销量分别为 820.77、820.65、1081.03、1346.29 百万片，对应单价 0.63、0.65、0.66、0.70 元/片。

(3) **宠物卫生用品**：2017-2020 年收入分别为 0.69、0.81、0.73、0.77 亿元，占收入比重分别为 8.78%、9.08%、6.29%、4.76%，毛利率分别为 12.10%、16.19%、20.81%、18.82%。销量分别为 205.29、235.81、205.29、222.94 百万片，对应单价 0.33、0.34、0.35、0.35 元/片。

(4) **口罩及其他**：2017-2020 年收入分别为 0.02、0.02、0.02、1.76 亿元，2020 年高增主要系口罩收入大幅增长。

表 4：营收拆分

	2017	2018	2019	2020
营业收入	781.26	889.77	1157.09	1621.58
YOY		13.89%	30.04%	40.14%
毛利率	28.27%	25.24%	26.55%	27.36%
分业务				
ODM业务	595.65	633.17	841.35	1,175.21
YOY	-	6.30%	32.88%	39.68%
占收入比例	76.24%	71.16%	72.71%	72.47%
毛利率	26.59%	21.53%	22.28%	24.63%
婴儿护理用品	506.32	530.10	707.50	934.63
销量/百万片	806.90	808.25	1,070.06	1,337.22
单价	0.63	0.66	0.66	0.70
其中：婴儿纸尿裤	459.82	471.70	534.93	627.30
销量	745.13	736.75	787.43	919.29
单价	0.62	0.64	0.68	0.68
其中：婴儿拉拉裤	46.50	55.89	147.55	297.40
销量	61.77	60.12	175.91	378.38
单价	0.75	0.93	0.84	0.79
成人失禁用品	18.93	21.69	60.01	66.92
销量	10.39	18.12	46.61	53.04
单价	1.82	1.20	1.29	1.26
宠物卫生用品	68.62	80.81	72.80	77.14
销量	215.49	235.81	205.29	222.94
单价	0.32	0.34	0.35	0.35
自主品牌业务	184.02	254.36	313.90	444.59
YOY	-	38.23%	23.41%	41.63%
占收入比例	23.55%	28.59%	27.13%	27.42%
毛利率	33.54%	34.37%	37.79%	34.45%
成人纸尿裤	96.83	135.23	165.09	192.06
销量/百万片	6,895.70	8,999.98	10,688.65	12,291.92
单价	1.4	0.02	0.02	0.02
成人护理垫	51.47	66.10	74.28	77.02
销量/百万片	5,541.63	6,718.46	7,334.78	7,522.90
单价	0.93	0.01	0.01	0.01
成人拉拉裤	8.26	23.98	42.38	63.68
销量/百万片	453.58	1,579.05	2,943.25	4,453.75
单价	1.82	0.02	0.01	0.01
口罩				78.44
销量/百万片				3,956.57
单价				1.98
其他品类	27.46	29.06	32.15	33.40
销量/百万片	5,272.35	5,303.59	5,446.81	5,728.45
单价	0.52	0.01	0.01	0.01
其他（降级品）	1.59	2.24	1.84	1.77
YOY	-	40.57%	-17.90%	-3.43%
占收入比例	0.20%	0.25%	0.16%	0.11%
分产品				
成人失禁用品	195.11	270.88	369.76	429.16
YOY	-	38.84%	36.50%	16.06%
占收入比例	24.97%	30.44%	31.96%	26.47%
毛利率	33.31%	34.09%	35.99%	26.54%
销量/百万片	175.93	231.75	301.40	342.18
单价	1.11	1.17	1.23	1.25
婴儿护理用品	515.07	536.11	712.82	939.17
YOY	-	4.09%	32.96%	31.75%
占收入比例	65.93%	60.25%	61.60%	57.92%
毛利率	28.63%	22.12%	22.24%	20.57%
销量/百万片	820.77	820.65	1081.03	1346.29
单价	0.63	0.65	0.66	0.70
宠物卫生用品	68.62	80.81	72.80	77.14
YOY	-	17.76%	-9.91%	5.97%
占收入比例	8.78%	9.08%	6.29%	4.76%
毛利率	12.10%	16.19%	20.81%	18.82%
销量/百万片	205.29	235.81	205.29	222.94
单价	0.33	0.34	0.35	0.35
口罩及其他	2.46	1.97	1.70	176.10
YOY	-	-19.98%	-13.55%	10238.24%
占收入比例	0.32%	0.22%	0.15%	10.86%
口罩毛利率	-	-	-	69.84%
销量/百万片	-	-	-	116.75
单价	-	-	-	1.51

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3. 募投项目打开成长空间

现有产能面临瓶颈，募投项目打开成长空间。截止至2020年，公司成人失禁用品、婴儿护理用品、尿片类、护理垫及其他产品产能分别为2.68、15.44、1.61、3.58亿片；其中成人失禁用品、婴儿护理用品产能利用率及产销率维持高位，20年因疫情略有下滑。公司拟募集7.88亿元，分智能工厂建设、技术研发中心升级建设、品牌推广、补充流动资金四大项目展开投资。其中智能工厂建设项目建设期约为3年，将针对婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人经期裤五类产品增设10条生产线，完全投产后预计每年可新增产能约11.66亿片（其中婴儿护理产品8.13亿片，成人失禁护理产品2.44亿片）。

表 5：公司主要产品产能利用率及产销率

产品	项目	2017	2018	2019	2020
成人纸尿裤、拉拉裤	产能利用率	55.76%	63.56%	96.10%	75.27%
	产销率	89.12%	97.89%	95.87%	100.93%
婴儿纸尿裤、拉拉裤	产能利用率	91.27%	71.05%	76.65%	83.56%
	产销率	101.04%	100.45%	97.22%	100.71%
尿片类	产能利用率	26.89%	27.61%	28.91%	28.59%
	产销率	99.11%	97.91%	99.73%	107.91%
护理垫及其他	产能利用率	108.24%	94.39%	111.06%	93.67%
	产销率	94.84%	100.11%	96.42%	102.69%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 6：募投项目（万元）

项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金
智能工厂建设项目	57,387.15	57,000.00
技术研发中心升级建设项目	4,389.23	4,300.00
品牌推广项目	8,500.00	8,500.00
补充流动资金	9,000.00	9,000.00
合计	79,276.38	78,800.00

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 7：智能工厂项目年新增产能

产品名称	生产线数量（条）	设计产能（万片/年）
婴儿纸尿裤	4	54,216.00
婴儿拉拉裤	2	27,108.00
成人纸尿裤	2	16,264.80
成人拉拉裤	1	8,132.40
成人经期裤	1	10,843.20
合计	10	116,564.40

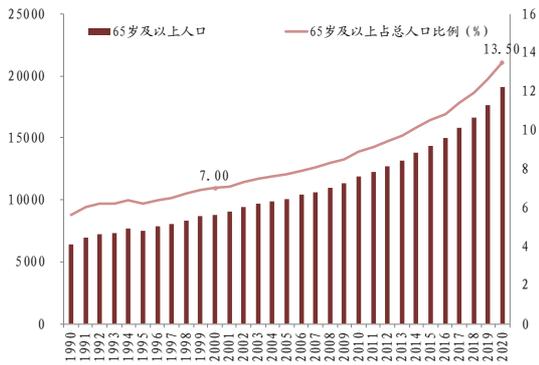
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2. OBM：成人失禁用品高潜力，龙头地位初确立

2.1. 成人失禁用品：老龄经济兴，赛道高潜力

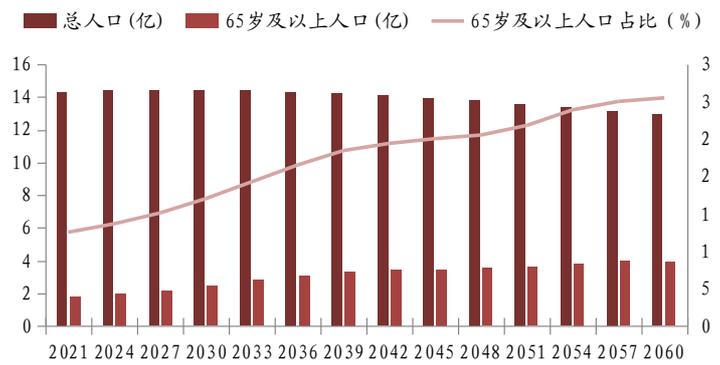
老龄化进程加速，2060年老龄群体占比或超30%。2000年我国65岁以上人口占比首次超7%，正式迈入老龄化社会；随后老龄化进程持续加速，截止至2020年，我国65岁以上人口占比已达13.5%，老龄群体高达1.91亿人，同比增加8.30%，远高于总人口0.83%的增速。根据亚太经合组织（OECD）预测，2060年我国65岁以上人口占比或将达30.52%，群体规模达3.93亿人。

图 2：我国 65 岁以上人口及其占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：截至 2060 年我国 65 岁以上人口及其占比预测



资料来源：OECD，浙商证券研究所

老龄化催化成人失禁用品市场规模高速扩张，渗透率尚处低位。据美国疾病预防控制中心的报道，在超过 65 岁的老年人中，50.9%存在失禁情况，伴随我国老龄化程度加剧，成人失禁用品市场规模迅速增长。

- 1) **出厂端**：根据中国生活用纸委员会，2009-2019 年成人失禁用品规模从 7.23 亿元增长至 93.9 亿元，CAGR 为 29.23%；对应主要产品来看，成人纸尿裤（含成人纸尿裤、成人纸尿片）工厂端销量从 3.97 亿片增长至 60.70 亿片，CAGR 为 31.35%，对应工厂销售额从 6.63 亿元增长至 84.40 亿元，CAGR 为 28.97%，出厂均价随原材料价格变动波动较大；从结构上来看，成人纸尿裤销量占比从 69%提升至 87%，结构显著上移。
- 2) **销售端**：根据 Euromonitor 数据，2006-2020 年成人失禁用品零售市场规模从 3.28 亿元增长至 51.21 亿元，CAGR 为 21.68%；销量从 1.91 亿片增长至 20.47 亿片，CAGR 为 18.45%，对应均价从 1.72 元/片上升至 2.50 元/片。养老院、医院等 AFH 渠道规模从 1.22 亿元增长至 9.96 亿元，CAGR 为 16.20%；销量从 1.02 亿片增长至 5.60 亿片，CAGR 为 12.90%，对应均价从 1.19 元/片上升至 1.78 元/片。
- 3) **低渗透率**：对标海外来看，发达国家如日本、北美、西欧渗透率高达 80%、60%、58%，而中国目前仅为 3%，可发展空间巨大。

表 8：成人失禁市场规模（出厂端）

单位：亿元/亿片	成人失禁用品总计：市场规模			成人纸尿裤合计：产量			出厂均价	成人纸尿裤：产量			出厂均价	成人纸尿片：产量			出厂均价
	YOY	合计：产量	合计：工厂销量	合计：工厂销售额	工厂销量	工厂销售额		工厂销量	工厂销售额	工厂销量		工厂销售额			
2009	7.23		4.14	3.97	6.63	1.67	2.79	2.76	5.49	1.99	1.35	1.21	1.14	0.94	
2010	12.2	68.74%	6.58	6.36	9.9	1.56	4.56	4.38	8.36	1.91	2.02	1.98	1.54	0.78	
2011	16.36	34.10%	9.37	9.05	14.04	1.55	6.44	6.18	11.8	1.91	2.93	2.87	2.24	0.78	
2012	22.05	34.78%	12.78	11.66	18.39	1.58	8.92	8.03	15.2	1.89	3.86	3.63	3.19	0.88	
2013	30.11	36.55%	16.9	15.07	22.38	1.49	12.73	11.07	18.82	1.70	4.17	4	3.56	0.89	
2014	43.4	44.14%	25	22.9	32.8	1.43	19.2	17.7	27.7	1.56	5.8	5.2	5.1	0.98	
2015	49.6	14.29%	29.2	26.9	37.4	1.39	22.9	21.1	31.6	1.50	6.3	5.8	5.8	1.00	
2016	60.5	21.98%	35.9	35	42.3	1.21	28.3	27.5	35.8	1.30	7.6	7.5	6.5	0.87	
2017	62.9	3.97%	51.5	48.9	54.8	1.12	40.4	38.8	47.7	1.23	11.1	10.1	7.1	0.70	
2018	70.3	11.76%	54.2	52.7	62.7	1.19	44.6	43.3	58	1.34	9.6	9.4	4.7	0.50	
2019	93.9	33.57%	62.7	60.7	84.4	1.39	52.8	53.1	79.6	1.50	9.9	7.6	4.8	0.63	
CAGR	29.23%	-	31.23%	31.35%	28.97%	-	34.18%	34.41%	30.66%	-	22.05%	20.17%	15.46%	-	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：中国成人失禁用品零售市场规模



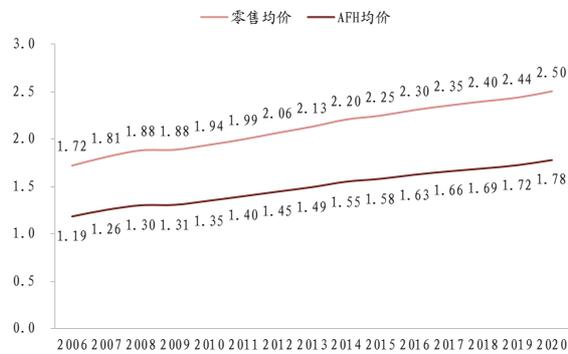
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 5：中国成人失禁用品 AFH 市场规模



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 6：销售均价表现



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

竞争格局分散，可靠龙头地位初步确立。2018 年成人失禁用品生产商 448 家，本土厂商包括杭州可靠、恒安国际、千芝雅等，外资厂商包括金佰利、尤妮佳等，目前国内厂商主导市场，仍有大部分性价比产品主导的中小厂商，市场集中度较低。2020 年品牌 CR3 仅为 21.8%，前三分别为可靠股份可靠品牌、恒安国际安尔康、维达国际包大人，市占率分别为 9.4%、7.9%、4.5%。其中，可靠品牌市占率逐年提升，龙头地位初步确立，2018 年首次超过恒安国际安尔康并且逐步拉大市占率差距。

表 9：中国成人失禁用品市场品牌市占率

市占率%	品牌	公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	可靠	可靠护理	6.5	7.5	8.8	9.7	10.7	11.1	9.5	10.2	9.5	9.4
2	安尔康	恒安国际	16.3	15.6	14.7	13.5	12.1	11.4	9.9	8.7	8.3	7.9
3	包大人	维达国际	-	-	-	-	-	-	5.6	5.1	4.6	4.5
4	周夫人	山东康舜	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.7
5	老来福	河北宏达	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.4
6	得伴	金佰利	3.0	3.0	3.0	3.1	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7	1.6
7	珍琦	杭州珍琦	5.5	4.9	4.4	3.9	3.4	2.9	2.4	2.0	1.7	1.5
8	康福瑞	豪悦护理	-	-	-	-	-	-	2.0	1.7	1.5	1.4
9	千芝雅	杭州舒泰	4.0	4.3	3.8	3.4	2.9	2.4	2.0	1.6	1.3	1.2
10	乐互宜	尤妮佳	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

线上渠道加速兴起，20 年占比超 30%。受益于龙头可靠股份、恒安国际等品牌持续的品牌教育和线上投入，2015-2019 年电商渠道占比从 16% 增长至 35.5% 成为第二大零售渠道。年轻一代子女是成人纸尿裤购买主力，未来电商占比预计将继续提升。

表 10：中国成人失禁用品渠道占比

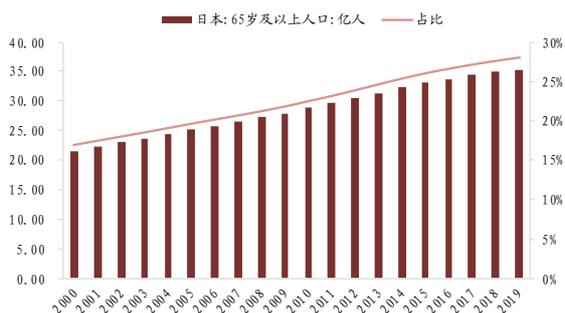
渠道	2020	2015
市占率%		
线下渠道	64.5	84
超市等杂货渠道	44.6	64.5
非杂货渠道	19.9	19.5
健康用品&美妆专门店	5.5	6.5
其他	14.4	13
电商	35.5	16

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

对标日本：高老龄化、高渗透率、高集中度的成熟市场

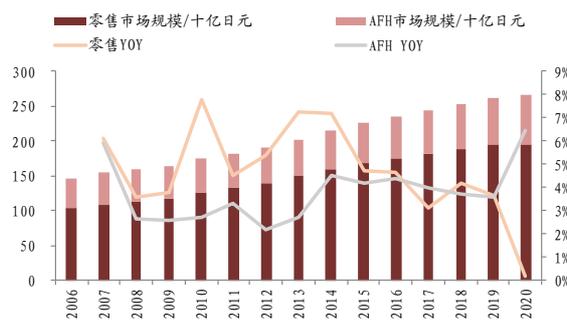
- 1) **高老龄化、高渗透率**：2020 年日本 65 岁及以上人口占比高达 28%，对应人口规模 0.35 亿人；目前日本是全球成人失禁用品渗透率最高的国家，高达 80%（中国仅为 3%），渗透率较高一方面系市场培育到位，另一方面主要系成人失禁用品纳入医保，且较强卫生意识下替换频次较高（养老院替换频次可达 2h/次）。
- 2) **稳定增长的成熟市场**：2006-2020 年零售市场规模从 1028 亿日元增长至 1967 亿日元（20 年对应 115 亿人民币），CAGR 为 4.71%，销量从 24.30 亿片增长至 52.70 亿片，CAGR 为 5.68%。AFH 市场规模从 425 亿日元增长至 713 亿日元（20 年对应 42 亿人民币），CAGR 为 3.76%；销量从 18.15 亿片增长至 30.73 亿片，CAGR 为 3.84%。
- 3) **CR5 稳定约 85%**，尤妮佳乐互宜市占率稳步提升：2011-2020 年品牌端 CR5 稳定约 85%+，其中尤妮佳乐互宜稳居第一且市占率从 43.7% 稳步提升至 48.6%。

图 7：日本人口老龄化程度



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：日本成人失禁用品市场规模



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表 11：日本成人失禁用品市场品牌市占率

品牌	公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
乐互宜	尤妮佳	43.7	45.4	45.8	46.7	46.3	46.5	46.9	47.7	48.4	48.6
Attento	大王	14.3	14.4	14.3	14.1	14.5	14.5	14.6	14.6	14.4	14.5
Relief	花王	11.0	10.5	10.4	10.3	10.7	10.6	10.6	10.6	10.4	10.4
Refre	Livedo	6.5	6.8	7.0	6.9	6.8	6.6	6.4	6.3	6.1	6.1
Salva	Hakujuji	8.2	7.9	7.8	7.8	7.6	7.4	6.9	6.4	6.1	6.1
CR5		83.7	85.0	85.3	85.8	85.9	85.6	85.4	85.6	85.4	85.7

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2.2. 先发切入电商渠道，布局老年产业生态圈

自主品牌以成人失禁用品为主，品牌矩阵齐全。公司旗下品牌包括成人失禁用品品牌可靠、吸收宝、安护士、康普适，婴儿护理品牌酷特适，品牌定位覆盖全面。对应单价来看，公司成人失禁用品产品定位中高端，迎合当前行业性价比与产品兼顾的消费需求。2017-2020 年公司自主品牌业务收入从 1.84 亿元增长至 4.45 亿元，CAGR34.18%，若剔除 20 年口罩贡献，自主品牌收入从 1.84 亿元增长至 3.66 亿元，CAGR 为 25.78%；其中，成人纸尿裤自主品牌收入从 1.57 亿元增长至 3.33 亿元，CAGR 为 28.57%。

表 12：品牌矩阵

品牌标识	品牌简介	定位	产品图
	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、纸尿裤等产品，医用护理垫等多种产品和型号。2020 年下半年，公司专为亚洲女性设计开发轻薄失禁护理高端产品——隐形吸水巾。	高端	
	发行人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、尿片、护理垫、纸尿裤等多种产品和型号。	精品、高端	
	发行人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。	大众、平价	
	公司在成人失禁用品领域的平价自有品牌，拥有成人纸尿裤、拉拉裤、尿片、护理垫等多种产品和型号。	大众、平价	
	发行人在婴儿护理用品领域的自有品牌，拥有纸尿裤、拉拉裤、尿片等多种型号。	婴幼儿领域	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

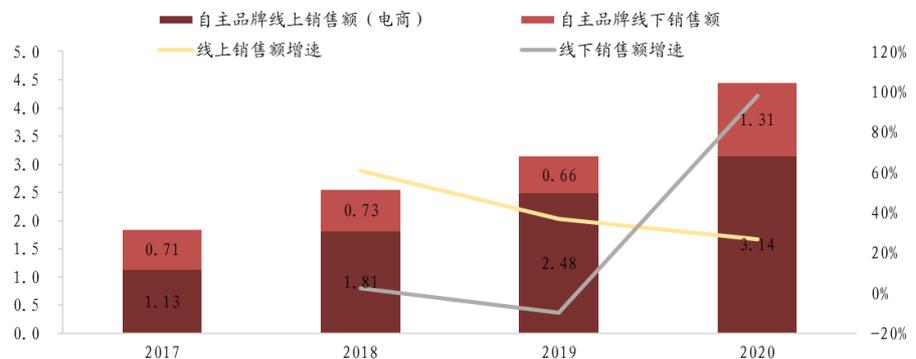
表 13：分产品价格带

品牌	系列	产品	图示	优势	单价(元/片)
潘宁	ProSkin	成人纸尿裤		锁水干爽、保护肌肤健康	3.45
		活动裤		贴身方便、干爽防漏	4.55
	轻度失禁	纸尿裤		快速吸收不回渗	3.18
		活动裤		透气性强、易穿脱活动方便	4.39
		纸尿裤		干爽舒适、双重防漏，适合敏感肌	3.75
包大人	护理垫		减少换洗、方便卫生	1.80	
	纸尿裤		根据人体昼夜节律设计，瞬吸防漏	2.44	
	活动裤		内裤式设计，柔软贴身，隐形无痕	2.30	
安尔康	护理垫		有效保护床单、温和清洁	1.30	
	纸尿裤		柔软亲肤、快速吸收、安心防漏	2.96	
可靠	纸尿裤		轻薄无痕、立体防漏、穿脱自如	2.10	
吸收宝	纸尿裤		亲肤无痕，乐享出行	1.50	
安护士	纸尿裤		立体护围、双重防漏	1.49	
康普适	纸尿裤		双层棉芯、可靠干爽	1.90	
珍琦	纸尿裤		透气系统、散温散热、高吸容量	2.07	
得律	纸尿裤		高效除臭、防漏侧围、穿戴舒适	4.28	

资料来源：淘宝，浙商证券研究所

电商驱动高增长，先发优势显著。公司 2012 年通过天猫切入电商，是业内最早布局电商渠道的品牌之一，先发优势显著，2017-2020 年电商渠道收入从 1.13 亿元增长至 3.14 亿元，CAGR 为 40.74%，占自主品牌收入比例超 70%。公司线上布局较为完善，公司电商销售模式主要包括自营电商店铺、电商超市以及线上分销，2020 年自营电商店铺/电商超市/线上分销收入分别为 1.63、1.03、0.47 亿元，分别占自主品牌电商收入的 51.98%、32.89%、15.13%。

图 9：自主品牌线上&线下收入及增速



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 14：线上销售三种模式介绍

分类	线上销售模式	主要平台/店铺	销售-开票对象	结算方式	物流负责方
B2C	自营电商店铺	淘宝、京东	C 端客户	消费者在收到货物并查验无误后在电商平台上确认收货，电商平台同步将相应的货款支付至公司	可靠发货
B2B	电商超市	京东自营、天猫超市	电商平台	与平台对账无误并开具发票后，平台在约定账期内支付货款	平台发货
	线上分销	供销平台 海拍客、唯品会等	分销店铺 电商平台/店铺	消费者在电商平台确认收货，电商平台将货款按照约定比例同时划分至分销商和公司 与平台/商户对账无误并开具发票后，平台在约定账期内支付货款	可靠发货

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 10：线上销售三种模式示意图



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

全方位布局老年产业生态圈，可靠福祉打造一站式养老服务平台。公司 2014 年成立全资子公司可靠福祉，建立一站式适老用品零售&集采平台，产品覆盖护理、出行、健康管理、康复等多场景需求，截至目前可靠福祉已于九州大药房、云南白药大药房等众多连锁药房达成合作；2019 年，公司与华东医药正式签署战略合作协议，双方将在在医疗、康复护理、养老福祉等领域深化合作，共同打造“医养护一体化”的大健康产业生态圈。

图 11：可靠福祉合作机构



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 12：可靠福祉官网



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3. ODM：婴护代工为主，绑定优质大客户

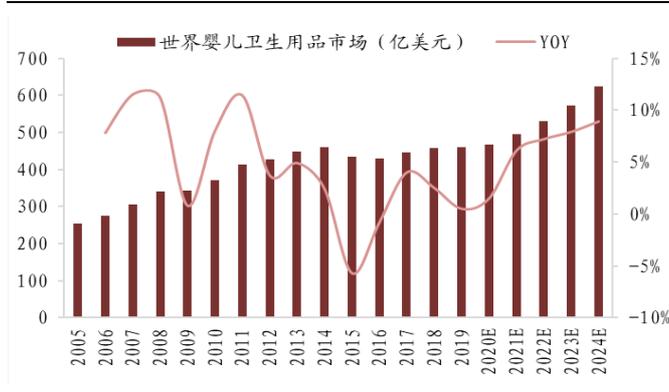
3.1. 婴护行业：国内市场量价齐升，菲律宾潜力十足

国内市场：市场量价齐升，行业格局变革。

成长性较好，量价齐升促市场规模发展。2005-2019 年全球婴儿卫生用品市场规模由 254 亿美元增至 460 亿美元（CAGR 为 4.3%），而同期中国婴儿卫生用品市场规模由 48 亿元增至 611 亿元（CAGR 为 19.9%），占全球市场比例由 2.7%增至 20.6%。量价拆分来看，2005-2019 年中国婴儿卫生用品消费量由 34.7 亿片增至 289.2 亿片（CAGR 为 16.4%）；以“婴儿拉拉裤”为代表的中高端纸尿裤受到青睐（天猫销量前三拉拉裤的平均单价为 3.36 元/片、普通纸尿裤为 1.70 元/片），高端品类份额提升推动婴儿卫生用品平均单价上涨，2005-2019 年行业均价由 1.39 元/片增至 1.80 元/片（CAGR 为 1.9%）。渗透率方面，

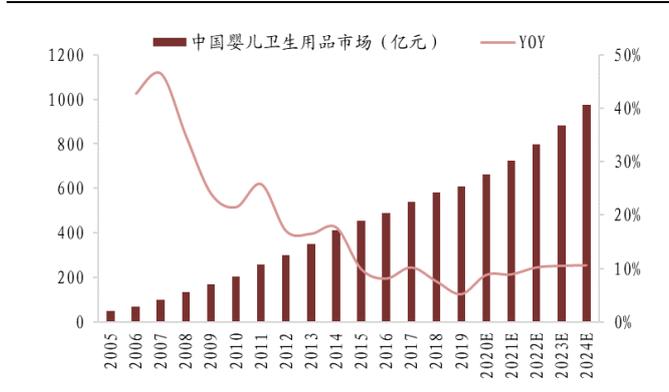
在此期间中国婴儿卫生用品呈快速增长, 2012-2018年由44.3%增至63.9%, 而美、日等发达国家渗透率约90%。

图 13: 全球婴儿卫生用品市场规模



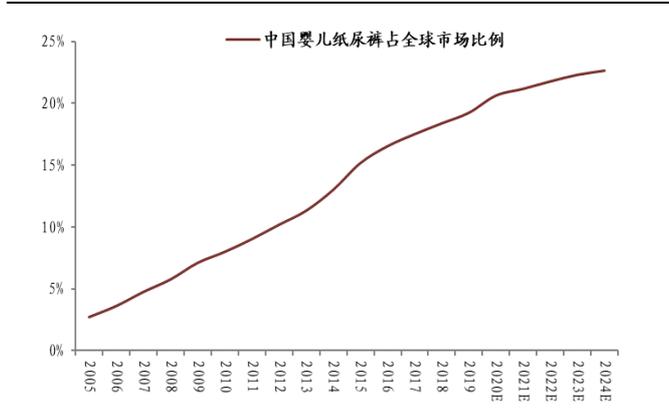
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 14: 中国婴儿卫生用品市场规模



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 15: 中国婴儿纸尿裤市场占全球比例



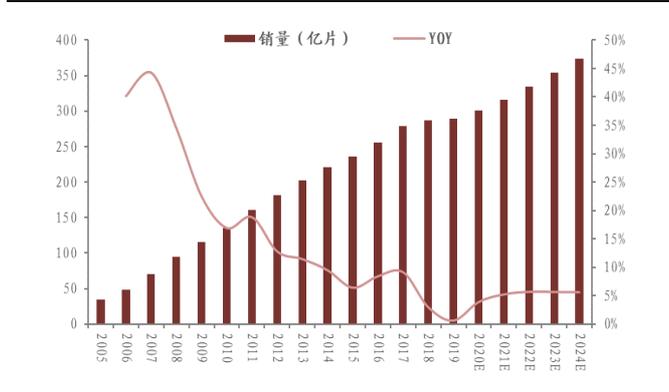
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 16: 中国婴儿纸尿裤市场渗透率



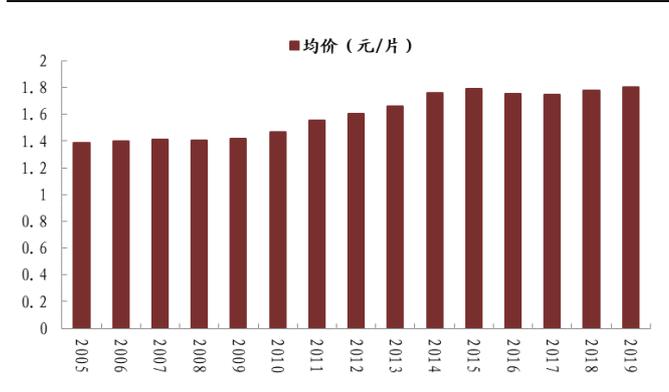
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 17: 中国婴儿卫生用品消费量



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 18: 中国婴儿卫生用品均价



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

新零售突围, 国产品牌崛起。2019年我国婴儿纸尿裤市场份额前三名的品牌分别为宝洁帮宝适(19.9%)、花王妙而舒(8.8%)、金佰利好奇(7.7%), 均为外资品牌商所有。伴随国内母婴垂直电商、母婴专营连锁、微商等渠道崛起, 产品品质过关的一批国产新

兴品牌开始涌入市场，国内以凯儿得乐、BEABA、BabyCare、可爱宝贝、蜜芽等为代表的新零售品牌快速崛起，行业格局开始变化。2015-2019年，婴儿纸尿裤企业CR10从75.9%下降为61.2%，品牌CR10从74.6%下降为59.9%；据贝恩数据显示，2016-2017年国产品牌在国内婴儿纸尿裤市场占有率提升6.6%。

表 15：中国婴儿卫生用品市场份额企业占比

排名	公司	2015	2016	2017	2018	2019
1	宝洁	28.6%	25.1%	21.9%	20.5%	19.9%
2	花王	9.0%	10.6%	11.0%	9.6%	8.8%
3	金佰利	12.5%	12.2%	11.1%	8.8%	7.7%
4	尤妮佳	9.4%	9.0%	7.8%	7.2%	6.8%
5	大王	1.8%	2.8%	3.9%	5.1%	6.3%
6	恒安国际	7.3%	5.9%	5.5%	4.0%	3.3%
7	中天集团	2.5%	2.5%	2.8%	2.7%	2.5%
8	广东昱升	1.7%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
9	广东茵茵	1.8%	1.8%	2.5%	2.4%	2.2%
10	杭州舒泰	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表 16：中国婴儿卫生用品市场份额品牌占比

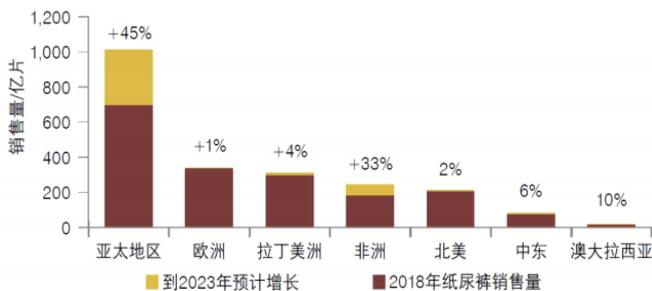
排名	品牌	所属公司	2015	2016	2017	2018	2019
1	帮宝适	宝洁	28.6%	25.1%	21.9%	20.5%	19.9%
2	妙而舒	花王	9.0%	10.6%	11.0%	9.6%	8.8%
3	好奇	金佰利	12.5%	12.2%	11.1%	8.8%	7.7%
4	GOO.N	大王	1.8%	2.8%	3.9%	5.1%	6.3%
5	妈咪宝贝	尤妮佳	7.8%	6.9%	5.4%	4.5%	3.8%
6	安儿乐	恒安国际	7.3%	5.9%	5.5%	4.0%	3.3%
7	Moony	尤妮佳	1.6%	2.1%	2.4%	2.7%	3.0%
8	可爱宝贝	中天集团	2.5%	2.5%	2.8%	2.7%	2.5%
9	吉氏	广东昱升	1.7%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
10	茵茵	广东茵茵	1.8%	1.8%	2.5%	2.4%	2.2%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

国外市场：亚太地区增量靓丽，菲律宾潜力十足

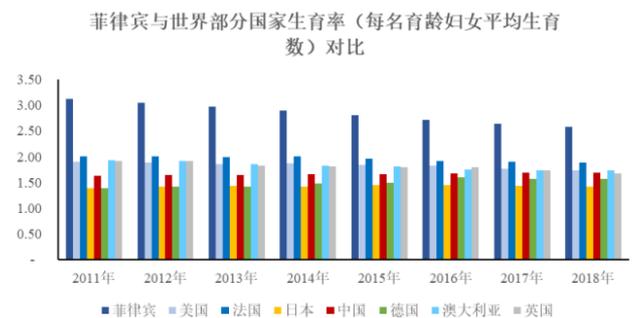
亚太高速增长，菲律宾市场潜力十足。根据美国棉花公司，2023年较2018年相比，全球婴儿护理用品销量将增长23%，总销量超2200亿片；其中，亚太受益于高人口基数与生育率，预计销量增长高达45%。细分国家来看，菲律宾市场潜力十足：根据世界银行数据，2019年菲律宾总人口数1.08亿人，系世界第十三大人口大国；2018年菲律宾生育率为2.58，远高于2.41的世界平均水平，预计未来生育率仍将维持高位，且伴随健康意识和卫生水平的提高，婴儿护理用品市场潜力十足。

图 19：全球婴儿护理用品市场销量及增速



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 20：中国婴儿卫生用品市场份额品牌占比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.2. 婴护 ODM 为主，下游绑定优质大客户

ODM 业务多元，婴裤占比约 80%。公司 ODM 业务主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品、宠物卫生用品及口罩，其中婴儿护理用品占比最大。2017-2020 年，公司 ODM 业务收入分别为 5.96、6.33、8.41、11.75 亿元，其中婴儿护理用品收入 5.06、5.30、7.08、9.35 亿元，占 ODM 业务比例分别为 85%、84%、84%、80%。

图 21: ODM 业务结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

优质大客户战略入股, ODM 业务稳定。历经多年发展, 公司与众多国内外知名纸尿裤品牌商达成稳定合作, 2010 年公司与菲律宾 JS 开启合作, 目前系公司第一大客户 (JS 系菲律宾市占率第一品牌, 公司占 JS 总采购量约 50%), 2016 年 JS 母公司 PACKWOOD 战略入股, 目前持有公司 2.76% 股份; 2014 年公司开始为广州杜迪公司代加工婴儿护理用品, 系杜迪公司的独家供应商, 公司子公司可艾个人护理用品有限公司由杜迪母公司 H&H 国际和公司共同持股 (H&H 持股 20%、公司持股 80%), 2018 年战略放弃天津露乐, 维持杜迪稳定供应; 2019 年开拓新客户杭州沐歆。2018-2020 年公司前五大客户销售收入分别为 6.32、8.05、10.98 亿元, 分别占当期营业收入的 69.76%、68.56% 和 67.15%。

表 17: ODM 业务主要客户收入

ODM 客户	2018	2019	2020	分类
菲律宾 JS	332.16	403.20	567.09	正常合作
占主营业务收入比例	37.33%	34.85%	34.97%	
广州杜迪	89.42	148.97	228.53	正常合作
占主营业务收入比例	10.05%	12.87%	14.09%	
AUTOBEST MANUFACTURING	-	-	96.46	2020 年新增口罩客户
占主营业务收入比例	-	-	5.95%	
万邦健康	73.49	109.74	114.29	正常合作
占主营业务收入比例	8.26%	9.48%	7.05%	
KOHNAN	74.29	59.25	64.97	正常合作
占主营业务收入比例	8.35%	5.12%	4.01%	
杭州沐歆	-	33.62	40.84	2019 年新客户, 正常合作
占主营业务收入比例	-	2.91%	2.52%	
天津露乐	24.55	-0.01	-	2018 年停止合作
占主营业务收入比例	2.76%	0.00%	-	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4. 投资建议

4.1. 盈利预测分析

截止至 2020 年, 公司成人失禁用品、婴儿护理用品、尿片类、护理垫及其他产品产能分别为 2.68、15.44、1.61、3.58 亿片; 募投项目建设期为三年, 将针对婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人经期裤五类产品增设 10 条生产线, 完全投产后预计每年可新增产能约 11.66 亿片 (其中婴儿护理产品 8.13 亿片, 成人失禁护理产品 2.44 亿片), 细分产品来看:

(1) 成人失禁用品: 老龄化催化成人失禁用品市场规模高速扩张, 预计未来三年销量复合增速在 30%以上; 17-20 年单价稳定上升, 预期保持增长趋势, 增速 4%左右。预计 21-23 年收入 6.75、9.66、12.62 亿元, 增速 57.28%、43.11%、30.59%, 毛利率 27.50%、28.50%、29.50%。

(2) 婴儿护理用品: 国内市场量价齐升, 渗透率提升空间广阔; 海外第一大客户位于高生育率的菲律宾市场, 预期销量增速 15%左右, 价格较稳定。预计 21-23 年收入 12.40、14.73、17.61 亿元, 增速 32.08%、18.74%、19.55%, 毛利率 21.00%、22.00%、22.50%。

(3) 宠物卫生用品: 非核心主营业务, 预计销量、单价维稳, 预计 21-23 年收入 0.84、0.87、0.93 亿元, 增速 9.03%、2.97%、6.82%, 毛利率 16.00%、17.00%、18.00%。

表 18: 盈利预测拆分

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	786.94	906.24	1173.73	1635.13	2032.36	2562.33	3154.66
YOY	-	15.16%	29.52%	39.31%	24.29%	26.08%	23.12%
毛利率	28.59%	25.47%	27.02%	27.83%	23.34%	24.66%	25.48%
成人失禁用品(百万元)	195.11	270.88	369.76	429.16	675.00	966.00	1,261.50
YOY	-	38.84%	36.50%	16.06%	57.28%	43.11%	30.59%
毛利率	33.31%	34.09%	35.99%	26.54%	27.50%	28.50%	29.50%
婴儿护理用品(百万元)	515.07	536.11	712.82	939.17	1,240.49	1,472.96	1,760.89
YOY	-	4.09%	32.96%	31.75%	32.08%	18.74%	19.55%
毛利率	28.63%	22.12%	22.24%	20.57%	21.00%	22.00%	22.50%
宠物卫生用品(百万元)	68.62	80.81	72.80	77.14	84.11	86.61	92.51
YOY	-	17.76%	-9.91%	5.97%	9.03%	2.97%	6.82%
毛利率	12.10%	16.19%	20.81%	18.82%	16.00%	17.00%	18.00%
其他主营业务(百万元)	2.46	1.97	1.70	176.10	19.20	23.20	26.20
YOY	-	-19.98%	-13.55%	10238.24%	-89.10%	20.83%	12.93%
其他业务(百万元)	5.68	16.47	16.64	13.55	13.55	13.55	13.55
YOY	-	190.16%	1.01%	-18.52%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.2. 估值分析

公司当前 OBM 业务占比约 30%, “可靠”品牌先发优势突出、市占率领先; ODM 业务绑定优质大客户发展稳健。参考同行估值来看, 个护代工龙头豪悦护理 21-23 年对应 PE 为 18.57、15.03、12.56 倍; 百亚股份自由点品牌川渝领先并逐步拓展至全国, 对应 21-23 年 PE 为 43.98、33.93、26.45 倍。

表 19: 可比公司估值

公司	净利润			PE		
	21E	22E	23E	21E	22E	23E
可靠股份	235.87	345.09	440.60	39.99	27.34	21.41
豪悦护理	650.13	803.39	961.25	18.57	15.03	12.56
百亚股份	245.24	317.80	407.71	43.98	33.93	26.45

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.3. 投资建议

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 20.32、25.62、31.55 亿元, 同比增长 24.29%、26.08%、23.12%, 实现归母净利润 2.36、3.45、4.41 亿元, 同比增长 10.21%、46.30%、27.68%, 对应 PE 为 39.99、27.34、21.41 倍, 首次覆盖予以“增持”评级。

5. 风险提示

- 1、 原材料大幅上涨
- 2、 行业竞争加剧
- 3、 大客户合作风险
- 4、 汇率波动

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	849	1311	1832	2512	营业收入	1635	2032	2562	3155
现金	339	570	1096	1466	营业成本	1180	1558	1931	2351
交易性金融资产	100	33	44	59	营业税金及附加	4	5	6	7
应收账款	227	347	403	491	营业费用	65	91	115	151
其它应收款	0	0	0	0	管理费用	25	37	33	41
预付账款	14	11	16	21	研发费用	59	73	79	98
存货	128	317	234	438	财务费用	22	10	13	16
其他	42	32	38	37	资产减值损失	(40)	(10)	(10)	(10)
非流动资产	644	672	722	728	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	14	8	9	10
固定资产	486	520	563	621	营业利润	255	277	405	512
无形资产	51	53	52	52	营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	50	53	57	0	利润总额	254	276	405	511
其他	58	47	50	55	所得税	31	31	50	61
资产总计	1494	1983	2554	3240	净利润	223	245	354	450
流动负债	806	983	1199	1436	少数股东损益	9	9	9	9
短期借款	99	0	0	0	归属母公司净利润	214	236	345	441
应付款项	653	913	1120	1348	EBITDA	296	312	445	557
预收账款	0	6	6	6	EPS (最新摊薄)	1.05	0.87	1.27	1.62
其他	53	64	73	82	主要财务比率				
非流动负债	7	6	6	6		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	7	6	6	6	营业收入	39.31%	24.29%	26.08%	23.12%
负债合计	812	989	1205	1442	营业利润	136.57%	8.47%	46.37%	26.28%
少数股东权益	68	77	86	95	归属母公司净利润	144.72%	10.21%	46.30%	27.68%
归属母公司股东权益	613	917	1262	1703	获利能力				
负债和股东权益	1494	1983	2554	3240	毛利率	27.83%	23.34%	24.66%	25.48%
					净利率	13.64%	12.05%	13.82%	14.25%
					ROE	37.56%	28.15%	29.46%	28.00%
					ROIC	31.28%	26.67%	28.03%	26.39%
					偿债能力				
					资产负债率	54.38%	49.86%	47.19%	44.50%
					净负债比率	12.21%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.05	1.33	1.53	1.75
					速动比率	0.90	1.01	1.33	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	1.17	1.13	1.09
					应收帐款周转率	7.88	7.12	6.86	7.10
					应付帐款周转率	4.69	4.66	4.25	4.37
					每股指标(元)				
					每股收益	1.05	0.87	1.27	1.62
					每股经营现金	1.46	0.99	2.30	1.61
					每股净资产	3.01	3.37	4.64	6.26
					估值比率				
					P/E	33.06	39.99	27.34	21.41
					P/B	11.53	10.28	7.47	5.54
					EV/EBITDA	-	20.97	13.53	10.14

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	396	268	626	437
净利润	223	245	354	450
折旧摊销	42	36	41	46
财务费用	22	10	13	16
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	97	166	150	145
其它	13	(189)	70	(218)
投资活动现金流	(311)	(7)	(98)	(108)
资本支出	(120)	(69)	(85)	(91)
长期投资	0	0	0	0
其他	(192)	61	(13)	(17)
筹资活动现金流	28	(40)	(12)	(16)
短期借款	58	(99)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(30)	59	(12)	(16)
现金净增加额	113	221	516	312

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>